

KOLLEGIET
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Årsrapport 2019



Innehåll

Förord	1
I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE	4
Kollegiets uppdrag	4
Kollegiets arbete under året	6
Aktuella frågor inför 2019	14
II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGSÅRET 2018	16
Bolagens tillämpning av koden	16
Praxis avseende tolkning av koden	26
III. UTBLICK	27
Intervju med Anders Ullberg om den svenska bolagsstyrningsmodellen och styrelseordförandes roll	28
How sustainability is shifting the business landscape – or – how the business landscape is shifting as a result of sustainability <i>Marie Baumgarts</i>	32
The Nordic Way of Corporate Governance <i>Per Lekvall</i>	35
The Role of the Board Secretary – A Short Practical Guide <i>Brian Belanger, Håkan Osvald, Annika Bärems</i>	49

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

Arne Karlsson (ordförande)

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

Tobias Hultén (biträdande jurist)

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

Björn Kristiansson (verkställande ledamot)

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

Ordföranden har ordet

Sverige har fler multinationella företag, räknat per invånare, än de flesta av världens länder. Våra företag är därtill inte bara relativt sett stora, de är också mycket framgångsrika, oavsett om vi utgår från ett kommersiellt, teknologiskt, finansiellt, ledarskapsmässigt eller hållbarhetsorienterat perspektiv.

En återspeglning av detta kan ses i de breda indexen på Stockholmsbörsen. Oavsett vilken längre tidsperiod man väljer – 10, 20, 30 eller 40 år – finns den svenska aktiemarknaden med i världstoppen.

Detta har också medfört att Sverige är ett av världens mest exportberoende länder. Eller – låt mig istället för det kanske negativt klingande ”beroende” använda ”gynnade”. Sverige är ett av världens mest exportgynnade länder. Och detta är en av grundbultarna för det svenska välfärdssamhället och vår globalt sett privilegierade levnadsstandard. Självfallet finns det också många andra orsaker till att den svenska samhällsutvecklingen över tid varit så god – den stabila demokratin, det sociala skydds-nätet, möjligheterna att bli en framgångsrik entreprenör, utbildningssystemet – men utan en företagssektor i världsklass hade Sverige inte blivit vad det är idag.

Endast Sverige svenska företag har. Men också: endast Sverige svensk självreglering har. (Nåja, vi delar den absoluta huvuddelen av vår bolagsstyrningsmodell med våra nordiska vänner). Och denna självreglering har i sin tur varit en av förutsättningarna för vårt framgångsrika näringsliv. Självregleringen medger snabbhet i regelprocessen, marknadsanpassade effektiva regler med begränsade bieffekter och möjlighet till både förhandsprövning eller snabb efterhandsprövning av marknadens egen ”domstol”, Aktiemarknadsnämnden.

Det flexibla ramverk som självregleringen skapat är helt nödvändigt för att en företagssektor som kämpar på en svårt konkurrensutsatt, global marknad skall kunna fortsätta sitt framgångsrika arbete. Flexibiliteten förstärks därtill av den smått geniala ”följ-eller-förklara”-regeln, som innebär att man följer den svenska bolagsstyrningskoden precis lika bra om man inte gör det – om man talar om ATT man inte gör så, VARFÖR man avviker och VAD man gör istället. Något som i sin



tur snarast skapar mer transparens för omvärlden än de mer formellt regelstyrda systemen.

Att den svenska bolagsstyrningsmodellen fungerar (utomordentligt) väl, visar de svenska företagens framgångar och den långsiktiga svenska börsutvecklingen. Naturligtvis uppstår det över tid frågor och problem som måste hanteras och det är då Kollegiets uppdrag och skyldighet att se till att så sker. Begreppet självreglering innehåller ju inte bara ordet ”själv” utan också ”reglering” – bolagsstyrningskoden är en påbyggnad på, dvs en skärpning av, de lagar och förordningar som alltid måste finnas i grunden. Men det är viktigt att inse att det då handlar om enskilda frågor, inte strukturella systemfel som innebär att man måste omforma hela modellen.

Det sistnämnda kan inte nog understrykas, i en tid när politisk klåfingrighet och allmän populism drabbar också bolagsstyrningsområdet. Detta gäller inte minst det ständigt pågående regelskrivarraseriet inom EU, till

gagn för få men till skada för många. Att det skulle gynna EU-ländernas börsföretags konkurrenskraft är uteslutet, tvärtom skapas ytterligare byråkrati och kostnader som enbart gynnar konkurrenter i andra delar av världen.

Det största problemet är därtill att EU verkar tro att dess uppgift är att införa den anglosaxiska bolagsstyrningsmodellen i hela Europa. Det kan synas vara enskildheter när en specifik fråga riskerar att hanteras på ett sätt som är anpassat efter en viss bolagsstyrningsmodell och som fungerar bra i det sammanhanget. Men det behövs inte mer än att några sådana inslag smyger sig in i den svenska bolagsstyrningen för att de grundprinciper på vilka vår modell bygger skall raseras och vi får ett regelverk som är ett hopkok utan röd tråd.

Kollegiet har under åren, ofta i samarbete med näringsliv, politik och lagstiftare, varit framgångsrikt i att parera denna typ av problem. Även detta arbete hotas dock nu av EU-kommissionens sedan några år nya strategi. Kommissionen har nämligen fått rätten att på egen hand utfärda så kallade ”guidelines” för tillämpningen av olika rättsakter inom EU-lagstiftningen. Sådana riktlinjer utfärdas utan den prövning med inflytande för medlemsländerna, som sker i den normala lagstiftningsprocessen. Bakgrunden är att Kommissionen på senare år funnit det allt svårare att uppnå den mer långtgående harmonisering av bolagsstyrningen inom EU, som man sedan sin handlingsplan 2003 har eftersträvat, bl a tack vare ett tydligt motstånd från de nordiska länderna.

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

En annan omvärldsutveckling som skapar problem i Kollegiets arbete är den friktion som finns mellan enskilda bolags och länders behov av flexibla regelverk och den globaliserade kapitalmarknadens strävan mot likriktning för att underlätta gränsöverskridande arbete. Detta leder till krav på förändringar i sättet att ägarstyra svenska börsföretag, ibland därtill baserade på missförstånd om hur vår modell egentligen fungerar.

Kollegiet kommer självfallet att fortsätta sina ansträngningar att försvara den svenska och nordiska modellen. Som jag skrev i förra årets ordförandeord, är ett av de viktigaste projekten här att tillsammans med våra kollegor i de andra nordiska bolagsstyrningsorganen söka skapa ett ramverk för en nordisk kod. Detta är ett inte enkelt arbete och ett par tidigare försök har runnit ut i sanden. Skulle vi lyckas, blir vi dock en kraft att räkna med. Tillsammans blir vi G12 i G20-gruppen och den femte största aktören inom EU.

För den som vill få en fördjupad insikt i den nordiska bolagsstyrningsmodellen, rekommenderar jag varmt Per Lekvalls utomordentligt intressanta artikel på annan plats i denna årsberättelse.

För en redogörelse av de mer operativa frågor Kollegiet arbetat med under året, hänvisar jag till Björn Kristianssons VL-ord. Jag kan dock konstatera att det i det senaste årets rundabordssamtal, där ett stort antal av Kollegiets intressenter deltagit och lämnat sina synpunkter på Koden, liksom vid tidigare tillfällen i den återkommande översynen, funnits en tydlig gemensam huvudslutsats: rör inte en väl fungerande Kod i onödan. Ännu ett gott bevis för den svenska bolagsstyrningsmodellens styrka.

Nacka i juni 2019

Arne Karlsson
Ordförande



Verkställande ledamoten har ordet

Arbetet under det senaste ”bolagsstyrningsåret” (vår benämning av perioden mellan börsbolagens årsstämmor) har varit inriktat på våra regelverk, organisationsfrågor och nordiskt samarbete.

Vi har under året genomfört ett antal rundabordsamtal i samband med vår regelbundna översyn av bolagsstyrningskoden där vi fått in många värdefulla synpunkter och förslag – den senaste översynen av koden avslutades 2016. Vi kommer att presentera ett förslag till reviderad kod efter sommaren för synpunkter, med målet att låta den nya koden träda i kraft vid nästa årsskifte.

Vi arbetar samtidigt med att utforma kompletterande självreglering till den lagstiftning som följer av implementeringen av ändringarna i det s.k. aktieägar rättighetsdirektivet. Det rör frågor om ”say on pay”, dvs om bolagsstämans inflytande över ersättningsriktlinjer för företagsledningen och nyheten ersättningsrapport. Arbetet är tänkt att resultera i en rekommendation från Kollegiet om ersättningar, dit vi också avser att flytta Kodens bestämmelser om ersättningsutskott och rörliga ersättningar. Ambitionen är dessutom att låta rekommendationen omfatta de regler om aktiekursrelaterade incitamentsprogram som följer av Aktiemarknadsnämndens uttalanden. Vid dessa överflyttningar är det naturligt att vi samtidigt funderar på om våra nuvarande regler är ändamålsenliga i alla delar. Vår avsikt är att vi ska få bättre regler samtidigt som det ska bli lättare att förstå den svenska självregleringen kring ersättningar. Vår målsättning är att även denna rekommendation, efter remissrunda, ska börja gälla från årsskiftet.

När det gäller organisationen har vi initierat en diskussion med vår moderförening om hur Kollegiet ska hantera arbetet med regelverken vid sidan av koden. Utöver det ovan beskrivna kommande regelverket om ersättningar, ansvarar Kollegiet idag för de s.k. takeover-reglerna samt för regler för riktade kontantemissioner, och det är inte uteslutet att andra regelverk kommer till. Tillsammans med moderföreningen utvärderar vi vilka kompetenser som behövs vid arbetet med dessa mer komplexa regelverk och hur vi på bästa sätt kan dra nytta av det etablerade samarbetet med experterna i den referensgrupp som idag bistår Kollegiet i arbetet med takeover-reglerna.



Det är av yttersta vikt för Kollegiet att vi har en löpande dialog med börsbolagen och deras ledningar, styrelser och ägare så att de är lika uppdaterade om vårt arbete och våra initiativ som vi är av vilka frågor som finns längst fram på dessa intressenters agenda. Detta gäller inte bara i samband med kodrevideringar och de rundabordsamtal som vi då håller. Som ett led i den löpande kontakten kommer vi därför i höst att anordna ett bolagsstyrningsseminarium om aktuella bolagsstyrningsfrågor, som vi hoppas ska bli ett välbesökt och ärligen återkommande fora.

Slutligen har vi återstartat samarbetet med våra nordiska kodutfärdarkollegor, och vi letar nu tillsammans efter processer som gör att vår unika och framgångsrika nordiska bolagsstyrningsmodell ska kunna presenteras gemensamt och därmed bidra till ökad kunskap om modellen i EU och hos internationella institutionella investerare och röstningsrådgivare.

Visby i juni 2019

Björn Kristiansson
Verkställande ledamot

I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE

I denna del av årsrapporten redovisar Kollegiet sin verksamhet under bolagsstyrningsåret 2018–2019 samt diskuterar aktuella frågor om koden och svensk bolagsstyrning.

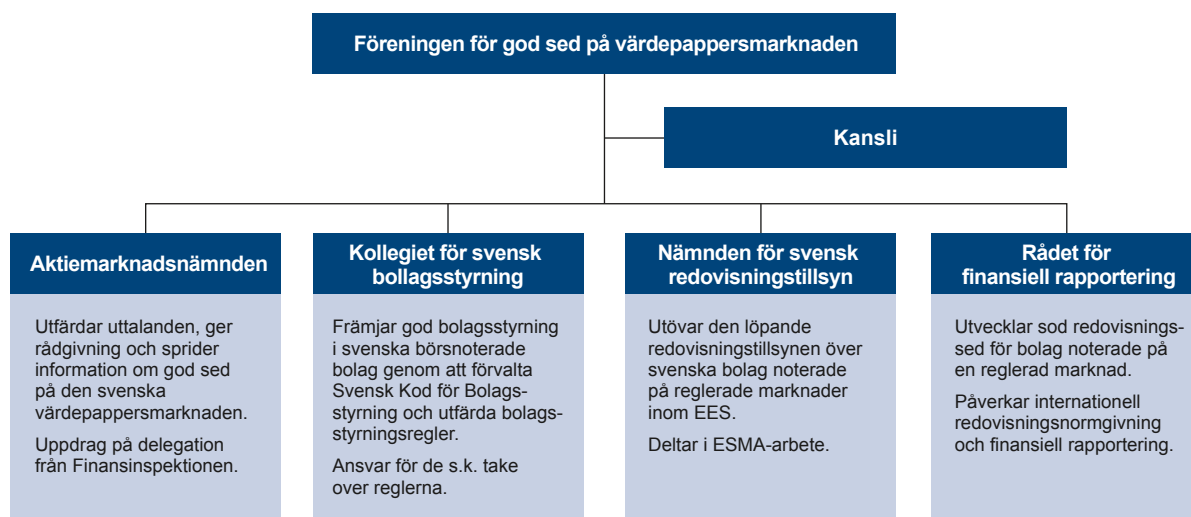
Kollegiets uppdrag

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

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

Från maj 2010 övertog Kollegiet Näringslivets Börskommittés (NBK) uppgift att främja god sed på den svenska aktiemarknaden genom att utfärda regler beträffande vad som utgör god sed på aktiemarknaden. Detta innebar att Kollegiet övertog ansvaret för de så kallade takeover-reglerna, samt för att ta fram regler även på andra områden om behov finns. Kollegiet har utfärdat regler om riktade kontantemissioner, samt arbetar med att ta fram ett regelverk för ersättningar.

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






Kollegiet är även aktivt i utländska fora såsom EU när det gäller tillvaratagande av svenska intressen på bolagsstyrningsområdet. En 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 2018 bestod Kollegiet inledningsvis av ordförande Arne Karlsson, vice ordföranden Eva Hägg samt övriga ordinarie ledamöterna Ingrid Bonde, Peter Clemedtson, Göran Espelund, Per Lekvall, Annika Lundius, Marianne Nilsson, Olle Nordström, Lena Olving och Lars Thalén samt Björn Kristiansson som verkställande ledamot.

I samband med moderföreningens möte i maj 2018 lämnade Peter Clemedtson, Annika Lundius, Olle Nordström och Lars Thalén Kollegiet medan Karin Apelman, Louise Lindh och Gun Nilsson 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. Kollegiet har fortsatt arbetet med att överväga sin roll när det gäller påverkan på EU:s normgivning på bolagsstyrningsområdet samt hur Kollegiet ska hantera de s.k. NBK-frågorna, dvs. att utfärda regler avseende god sed på aktiemarknaden i de avseenden där behov finns, se vidare under Aktuella frågor 2019.

Kommunikation

Kollegiet har under våren 2019 påbörjat arbetet med att uppdatera sin kommunikationsplan. Som ett resultat kommer Kollegiets webbplats att uppdateras för att

göra den mer lättnavigerad och för att ansluta sig till grafiska profil som används av Föreningen för god sed och dess övriga sakorgan. Vidare har Kollegiet beslutat att återuppta den tidigare traditionen med årliga bolagsstyrningsseminarier, se vidare under Aktuella frågor under 2019.

Uppföljning av koden och svensk bolagsstyrning

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

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

Revidering av koden

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

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. Kollegiet initierade med start hösten 2018 ett arbete för att undersöka om koden fortfarande är relevant och aktuell. Arbetet har än så länge resulterat



i fem s.k. rundabordsamtal med svenska och utländska ”kodanvändare” för att få inspel i dessa frågor. Efter avslutade samtal har nu arbetet med att ta fram ett förslag till reviderad kod, vilket beskrivs nedan under rubriken Aktuella frågor inför 2019.

Könsfördelning i börsbolagsstyrelser

Koden föreskriver sedan den infördes att en jämn könsfördelning ska eftersträvas i börsbolagens styrelser. Valberedningarna ska i föreskrivna motiveringar av sina förslag beakta kodens föreskrift om könsfördelning.

Kollegiet utfärdade under 2014 en anvisning med ett antal initiativ för att uppnå en jämnare könsfördelning i börsbolagens styrelser, vilken trädde ikraft den 1 januari 2015. Anvisningen implementerades i koden vid 2015 års revidering.

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

Kollegiet genomförde initialt beräkningar av könsfördelningen i börsbolagsstyrelserna två gånger per år – inför och efter respektive stämhosäsong, men har sedan 2016 valt att endast beräkna könsfördelningen efter den s.k. stämhosäsongen, dvs. i början av juli. Dessa beräkningar finns tillgängliga på Kollegiets webbplats www.bolagsstyrning.se. Statistik har under 2018 tagits fram per den 10 juni. Statistiken för juni 2019 var vid denna rapports 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 2017 och juni 2018.

1. *Minst cirka 40 procents andel för respektive kön efter stämhosäsongen år 2020.* Omfattar samtliga stämhosvalda styrelseledamöter (dvs. inklusive de verkställande direktörer som är invalda i styrelsen, men exklusive arbetstagarledamöter) i samtliga svenska börsbolag. Den 10 juni 2018 uppgick andelen kvinnor till 34,3 procent, jämfört med 33,2 procent den 10 juni 2017, dvs. en ökning med 1,1 procentenheter.
2. *Minst cirka 35 procents andel för respektive kön i större bolag efter stämhosäsongen år 2017.* Omfattar samtliga stämhosvalda ledamöter i svenska Large Cap-bolag. Den 10 juni 2018 uppgick andelen kvinnor till 39,0 procent, oförändrat jämfört med den 10 juni 2017.
3. *Minst cirka 30 procents andel för respektive kön i mindre bolag efter stämhosäsongen år 2017.* Omfattar samtliga stämhosvalda ledamöter i svenska Mid och Small Cap-bolag samt svenska bolag på NGM Equity. Den 10 juni 2018 uppgick andelen kvinnor till 31,9 procent, jämfört med 30,3 procent den 10 juni 2017, dvs. en ökning med 1,6 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 beslutade inför stämhosäsongen 2017 att upphöra med framtagande av särskild statistik enligt detta beräkningsätt. Andelen kvinnor beräknat enligt EU-kommissionens beräkningsmodell hade varit

högre jämfört med den statistik Kollegiet tar fram över stämnovalda ledamöter i samtliga svenska börsbolagsstyrelser.

Arbetstagarledamöter

Arbetstagarorganisationerna utser arbetstagarledamöterna. Andelen kvinnor bland arbetstagarledamöterna i samtliga svenska börsbolag uppgick den 10 juni 2018 till 28,9 procent, jämfört med 31,0 procent den 10 juni 2017, dvs. en minskning med 2,1 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. professorn 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. 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.

En ny revidering av takeover-reglerna avses påbörjas under hösten 2019, vilket beskrivs nedan under rubriken Aktuella frågor inför 2019.

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 iaktas.

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

Det första förtydligandet rör möjligheten för befintliga aktieägare som ska erhålla tilldelning i en riktad kontantemission att kunna rösta vid en stämma

som beslutar om emissionen. Rekommendationen innehåller inget förbud för dessa aktieägare att delta vid omröstningen, utan frågan om huruvida en sådan ägare anser sig böra utöva rösträtten eller inte får avgöras av ägaren själv. Huruvida viss majoritet uppnåtts bland övriga ägare kan i vissa fall spela roll exempelvis i samband med en prövning om det föreligger förutsättningar för dispens från budplikt.

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

Remissarbete med mera

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

Kollegiets remissarbete har blivit mer omfattande för varje år, inte minst när det gäller EU-reglering. Det hänger samman med att EU-kommissionen i efterdyningarna till den finansiella krisen har intensifierat sitt arbete med att utöka och harmonisera regleringen av bolagsstyrning inom unionen. Detta har tagit sig uttryck i en rad så kallade grönböcker, handlingsplaner och direktivförslag som behandlar olika aspekter av bolagsstyrning i olika sektorer av näringslivet under de senaste sju åren. Under 2018 har Kollegiet lämnat kommentarer och remissvar avseende följande.

Kollegiet har under 2018 lämnat ett remissvar avseende förslag till nya föreskrifter om redovisningstillsyn. Kollegiet tillstyrkte Finansinspektions förslag med undantag för ett antal särskilda detaljsynpunkter. Som

redovisats tidigare ställde sig Kollegiet bakom Finansinspektions 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.

Kollegiet har även lämnat ett remissvar avseende Förslag till genomförande av direktivet om ett ökat aktieägarengagemang i svensk rätt. (Ds 2018:15). Som redovisas nedan 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). Direktivet ska vara implementerat senast den 10 juni 2019. Kollegiets synpunkter på utredningens förslag redovisas nedan under rubriken Handlingsplan om bolagsstyrning i börsnoterade bolag och bolagsrätt.

Under 2019 har Kollegiet i två omgångar lämnat sina synpunkter på Kommissionens förslag till riktlinjer för formatet för den ersättningsrapport som bolagen enligt de regler som följer av det uppdaterade aktieägarrättighetsdirektivet ska upprätta årligen. Kollegiet ställde sig mycket kritisk till förslaget till riktlinjer, som enligt Kollegiet använts av Kommissionen för att bakvägen införa detaljregler som man lagstiftningsmässigt inte har fått mandat att genomföra. Kritik riktades mot riktlinjernas omfattande detaljkrav på redovisning av olika ersättningskomponenter, som innebär ett omfattande merarbete för bolagen utan motsvarande nytta för bolaget och dess investerare. EU-kommissionen har sedermera tagit fasta på den omfattande kritik som förslaget mött och har redovisat att man avser

att återkomma med reviderade riktlinjer, dock inte före årsskiftet 2019/2020.

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

Handlingsplan om bolagsstyrning i börsnoterade bolag och bolagsrätt

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

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

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



i grönboken från många medlemsländer beslutade kommissionen att inte presentera några konkreta regelförslag under hösten 2011 som ursprungligen planerats. Istället lanserades i början av 2012 en öppen webb-konsultation om EU:s bolagsrätt, vilken Kollegiet besvarade. Efter att svaren på konsultationen 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 avvikelserförklaringar. Kollegiet lämnade under hand sina synpunkter på förslaget till justitiedepartementet. Den 9 april 2014 offentliggjorde kommissionen rekommendationen om kvaliteten på företagsstyrningsrapporteringen ("följ eller förklara").

Vidare offentliggjordes ett utkast till ändringar i aktieägarrättighetsdirektivet. De senare ändringarna blev dock föremål för fortsatt förhandling inom EU, där Kollegiets verkställande ledamot deltog i regeringens samrådsmöten beträffande regeringens inställning i dessa förhandlingar. Våren 2017 presenterades slutligen direktivet om ändringar i aktieägarrättighetsdirektivet (Europaparlamentets och Rådets direktiv (EU) 2017/828 av den 17 maj 2017 om ändring av direktiv 2007/36/EG vad gäller uppmuntrande av aktieägares långsiktiga engagemang). Direktivet föreskriver bland annat åtgärder för att underlätta för de noterade bolagen att identifiera vilka deras ägare är, krav på institutionella ägare att offentliggöra sina investerings- och engagemangspolicies, transparenskrav för röstningsrådgivare (s.k. proxy advisors) samt krav på ökat aktieägarinflytande i frågor rörande ersättningar till styrelse och ledning och rörande närståendetransaktioner. Direktivet ska vara implementerat senast den 10 juni 2019. Kollegiets verkställande ledamot har ingått som expert i den utredning som fick i uppdrag att lämna förslag på hur implementeringen skulle kunna genomföras i svensk rätt. Utredningen fick dessutom i

uppgift att överväga förändringar i 16 kap. aktiebolagslagen, de s.k. Leo-reglerna, samt några andra aktiebolagsrättsliga frågor.

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

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

Regeringen har sedermera lämnat lagförslag när det gäller de delar som omfattas av aktieägarrättighetsdirektivet, medan förslagen beträffande andra ändringar i aktiebolagslagen, inklusive Leo-reglerna, än så länge inte behandlats av regeringen. Regeringens förslag innebar en minimiimplementering av direktivet i alla delar. Samtidigt anfördes att när det gäller

ersättningsriktlinjer och -rapport samt s.k. närstående-transaktioner, så förväntade man sig att de föreslagna reglerna skulle kompletteras med självreglering. När det gäller närståendetransaktioner regleras dessa idag av ett uttalande från Aktiemarknadsnämnden, och det blir därför naturligt att nämnden modifierar sitt befintliga uttalande och inkluderar erforderlig självreglering att komplettera lagstiftningen. Självreglering avseende ersättningsfrågorna kommer att ingå som en del i den rekommendation om ersättningar som Kollegiet har startat arbetet med, se vidare nedan under rubriken Aktuella frågor inför 2019

Ytterligare ett förslag som inryms under huvudområdet Öka transparensen antogs i april 2016 av kommissionen. Förslaget innebär ändringar av redovisningsdirektivet 2013/34/EU och ålägger multinationella företag att land-för-land publicera en årlig rapport om bl.a. bolagets vinst och den skatt som bolaget betalar. Land-för-land-rapporteringen har varit en stor fråga i förhandlingarna om aktieägarrättighetsdirektivet.

I enlighet med handlingsplanen antog kommissionen den 3 december 2015 ett förslag att kodifiera och slå samman ett antal direktiv på det bolagsrättsliga området. Målet med detta förslag är att göra bolagsrätten inom EU mer läsbar och att reducera risken för framtida inkonsekvens. Förslaget innebär inte någon materiell ändring av direktiven.

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

Internationellt arbete

Liksom tidigare har Kollegiet under 2018 och 2019 varit en aktiv deltagare i den internationella debatten på bolagsstyrningsområdet i syfte att främja svenska intressen och öka kunskapen om och förståelsen för svensk bolagsstyrning internationellt. Bland annat har Kollegiet deltagit i samrådsmöten med representanter för EU-



kommissionen inom ramen för det nätverk av nationella corporate governance-kommittéer i EU:s medlemsländer som Kollegiet ingår i. Detta nätverk går under benämningen the European Corporate Governance Code Network (ECGCN). ECGCN är inget formellt samarbetsorgan, men har av EU-kommissionen fått status som en särskild grupp att inhämta synpunkter från i samband med frågor om bolagsstyrning inom gemenskapen, www.ecgcn.org.

Kollegiet bidrar även ekonomiskt till StyrelseAkademiens och ecoDas EU-bevakning och ges på så sätt tillgång till information om utvecklingen inom EU samt har möjlighet att ge synpunkter på StyrelseAkademiens och ecoDas arbete.

Under 2018 har Kollegiet även blivit tillfrågat om att ingå den s.k. Six Chairs Group, som består av ordföranden för Kollegiets motsvarighet i Storbritannien, Frankrike, Tyskland, Italien och Nederländerna jämte Kollegiets ordförande. Efter ett möte mellan kodutfärdarna har gruppen utfärdat ett uttalande beträffande hur bolagens hållbarhetsarbete bör regleras. I uttalande efterfrågas eftertänksamhet från EU-kommissionens sida innan hållbarhetsreglering införs, denna typ av reglering, i de fall den erfordras, bör ta sin utgångspunkt i självreglering. Uttalandet återfinns på Kollegiets webbplats www.bolagsstyrning.se.

Kollegiet medverkade också vid ett av Moskvabörsen (MOEX) anordnat bolagsstyrningsseminarium i Moskva i december 2018.

Nordiskt arbete

Kollegiet ingår vidare i ett nordiskt samarbete på bolagsstyrningsområdet tillsammans med kodutfärdare från övriga nordiska länder. De nordiska kodutfärdarna har beslutat att ha telefonmöte varannan månad, samt vid behov även träffas fysiskt. En stående punkt på agendan för mötena utöver nationella lägesuppdateringar är arbetet med att ta fram ett ramverk under vilket man

kan sortera respektive lands bolagsstyrningskod. Syftet är att visa på likheterna i den nordiska bolagsstyrningsmodellen, för att på så sätt uppnå större inflytande i EU och visavi institutionella investerare på aktiemarknaden. Avsikten är även att i förlängningen närma de nordiska koderna till varandra. ◀

Aktuella frågor inför 2019

Strategi 2017–2020

Strategiplan 2017–2020 innehåller ett antal strategiska frågor som behöver ytterligare arbete. Det rör Kollegiets roll och inriktning när det gäller påverkan inom EU, där det finns en diskussion om hur Kollegiet på bästa sätt ser till att EU:s normgivning på bolagsstyrningsområdet inte skadar den nordiska bolagsstyrningsmodellen. En annan fråga gäller hur Kollegiet ska hantera de s.k. NBK-frågorna, dvs. att utfärda regler avseende god sed på aktiemarknaden i de avseenden där behov finns. Kollegiet har uppmärksammat Föreningen för god sed om Kollegiet primärt är sammansatt för att hantera bolagsstyrningsfrågor och koden, inte de mer tekniskt komplicerade regelverken kring takeovers och riktade kontantemissioner. I takt med att fler regelverk tillkommer ställs detta på sin spets, se till exempel vidare nedan om arbetet med en rekommendation om ersättningar.

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). Direktivet ska vara implementerat senast den 10 juni 2019, och som redovisats ovan har riksdagen beslutat om erforderlig implementeringslagstiftning. I propositionen uppmanas självregleringen att på erforderligt sätt fylla ut den minimi-implementering som lagförslaget innebär.

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 att medföra förändringar i koden. En fråga som aktualiserats i samband med implementeringen 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.

Kollegiet har beslutat att bryta ut delar av nuvarande självreglering på detta område från koden och Aktiemarknadsnämndens praxis till en sammanhållen rekommendation utfärdad av Kollegiet, som även ska innehålla bestämmelser om ersättningsriktlinjer och -rapport för att komplettera den nya lagstiftningen. Kollegiet avser att presentera ett remissförslag efter sommaren med



målet att få den nya självregleringen att börja gälla från den 1 januari 2020.

Revidering av koden

Eftersom det gått ett antal år sedan den senaste större genomgången av koden, påbörjade Kollegiet hösten 2018 ett arbete för att undersöka om koden fortfarande är relevant och aktuell. Arbetet har inneburit fem rundabordssamtal med svenska och utländska ”kod-användare” för att få inspel i dessa frågor. Nu vidtar arbetet med att fram ett remissförslag med ändringar att presenteras under hösten, för att en reviderad kod ska kunna träda i kraft den 1 januari 2020.

Användarkonferens

Kollegiet kommer att återuppta sin tidigare tradition och genomföra en användarkonferens. Konferensen är planerad till centrala Stockholm på eftermiddagen den 17 september 2019. Syftet är att synliggöra självregleringens arbete, uppmärksamma aktuella frågor, väcka diskussion kring bolagsstyrningsfrågor i allmänhet samt inhämta användarsynpunkter på Koden och Kollegiets rekommendationer. Konferensen kommer att vara öppen.

Fortsatt nordiskt samarbete och utbyte av erfarenheter med andra europeiska kodutfärdare

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

Även inom Norden ser Kollegiet fram emot ett fortsatt samarbete och meningsutbyte genom regelbundna telefonmöten och träffar. ◀

II. KODENS TILLÄMPNING BOLAGSSTYRNINGSÅRET 2018

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

Bolagens tillämpning av koden

Sammanfattning av undersökningens resultat

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

Antalet avvikelser från koden ökade något under 2018. Årets undersökning visar ett ökat antal avvikelser hos ett ökat antal bolag. En sådan utveckling kan både tolkas som positiv och som negativ. Utvecklingen är positiv mot bakgrund av kodens syfte att få bolagen att reflektera och synliggöra sin bolagsstyrning. Den följ eller förklara-princip som koden bygger på har som utgångspunkt att bolagsstyrning är något i grunden individuellt för varje bolag, och även om bolagens beteenden innebär att de följer majoriteten av kodreglerna, bör det finnas ett stort antal individuella lösningar som passar bolaget bättre än den standardlösning som föreskrivs i koden. Om bolagen känner att de måste anpassa sitt beteende för att inte avvika från koden, kan innovations- och initiativkraften minska, till nackdel för det enskilda

bolaget och dess ägare. Däremot är utvecklingen negativ från utgångspunkten att om kodens regler respekteras torde standarden för bolagsstyrningen inom de noterade företagen höjas.

Fortfarande finns ett särskilt fokus på valberedningarnas yttrande avseende sitt förslag till styrelse, inte minst när det gäller kodens krav på att eftersträva en jämn könsfördelning i börsbolagsstyrelserna. När det gäller det senare har trenden från föregående år fortsatt och andelen valberedningar som tydligt motiverat sitt förslag till styrelse utifrån kodens könsfördelningskrav fortsätter att öka.

Syfte och metodik

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

Sedan åtta 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 2018 var förpliktade att lämna en bolagsstyrningsrapport. Enligt börsernas regelverk ska bolag vars aktier är upptagna till handel på den reglerade marknad som drivs av börserna följa god sed på aktiemarknaden, varvid koden utgör god sed.¹⁾ Utländska bolag var fram till och med 2010 inte förpliktade att tillämpa koden. Genom en anvisning från Kollegiet som trädde i kraft den 1 januari 2011, och som därefter influerades i koden, ska utländska bolag vars aktier eller depåbevis är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige tillämpa antingen den svenska koden, eller den bolagsstyrningskod som gäller i det land där

bolaget har sitt registrerade säte eller där bolagets aktier också är noterade.²⁾ Om bolaget inte tillämpar den svenska koden, ska bolaget ange vilken bolagsstyrningskod eller bolagsstyrningsregler som bolaget tillämpar och skälen för detta, samt lämna en förklaring över i vilka väsentliga avseenden bolagets agerande avviker från reglerna i koden. Förklaringen ska lämnas i eller i anslutning till bolagets bolagsstyrningsrapport eller, om någon sådan inte lämnas, på bolagets webbplats.

Totalt fanns vid 2018 års utgång 332 bolag med aktier eller depåbevis upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige, varav 323 vid Nasdaq Stockholm och nio vid NGM Equity. 27 av bolagen på Nasdaq Stockholm var utländska, inget på NGM. Av dessa 27 utländska bolag har nio bolag deklarerat att de följer koden, och dessa nio ingår därför i undersökningen. Övriga har exkluderats. Totalt antal undersökta bolag uppgår således till 314, varav 305 vid Nasdaq Stockholm och nio vid NGM Equity, se Tabell 1.

Bolagens rapportering om bolagsstyrning

Enligt årsredovisningslagen ska aktiemarknadsbolag upprätta en bolagsstyrningsrapport.³⁾ Innehållet i bolagsstyrningsrapporten styrs både av årsredovisningslagen och av koden.⁴⁾ Om bolaget valt att avvika

Tabell 1. Antal bolag som ingår i undersökningen

	2018		2017		2016		2015		2014		2013		2012	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
NASDAQ Stockholm	323	97%	312	97%	293	97%	278	97%	265	96%	253	96%	253	95%
NGM Equity	9	3%	9	3%	9	3%	10	3%	10	4%	10	4%	12	5%
Total bruttogrupp	332	100%	321	100%	302	100%	288	100%	275	100%	263	100%	265	100%
Utgår ^{*)}	18	5%	15	5%	16	5%	16	6%	23	8%	16	6%	18	7%
Totalt undersökta bolag	314	95%	306	95%	286	95%	272	94%	252	92%	247	94%	247	98%

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

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

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

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

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

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

Inom ramen för bolagsstyrningsrapporten ska enligt årsredovisningslagen också lämnas en beskrivning av de viktigaste inslagen i bolagets system för intern kontroll och riskhantering avseende den finansiella rapporteringen, en så kallad internkontrollrapport.⁶⁾ Liksom förra året är det ett bolag som inte har lämnat någon sådan rapport, medan det får bedömas som oklart huruvida 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 19 procent av de undersökta bolagen finns internrevision inrättat, en minskning från 2017 (20%). Av de övriga 81 procent av bolagen som har valt att inte inrätta internrevision, har styrelsen i sex bolag inte lämnat något motiverat ställningstagande, se Tabell 4. Från och med 2010 ska enligt aktiebolagslagen respektive årsredovisningslagen bolagsstyrningsrapporterna granskas av bolagets revisor,⁷⁾ se Tabell 5. Sju bolag har inte redovisat att de låtit revisorerna granska bolagsstyrningsrapporten, och i ytterligare ett bolag är det oklart huruvida sådan granskning skett.

Rapporterade avvikelser

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

Tabell 2. Hur presenteras bolagsstyrningsrapporten?

	2018		2017		2016		2015	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
I förvaltningsberättelsen i ÅR	152	48%	140	46%	133	47%	121	44%
Fristående rapport i ÅR	157	50%	160	52%	147	51%	142	52%
Enbart hemsida	5	2%	6	2%	6	2%	9	3%
Oklart	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Summa	314	100%	306	100%	286	100%	272	100%

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

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

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



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 2014. Andelen bolag som rapporterar fler än en avvikelse har ökat med en procentenhet till knappt nio procent 2018, innebärande att övriga

91 procent av bolagen inte redovisar någon eller högst en avvikelse. Andelen bolag som redovisar en avvikelse har ökat till cirka 25 procent (2017: 22 procent). Cirka 66 procent eller 207 bolag, rapporterar inte någon avvikelse för 2018, vilket är en minskning med fem procentenheter jämfört med föregående års siffra om 71 procent.

Totalt rapporterades 146 avvikelser från 23 olika regler under 2018, vilket innebär i genomsnitt 1,36 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?

	2018		2017		2016	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	312	99%	304	99%	284	100%
Nej	1	0%	1	0%	1	0%
Delvis	1	0%	1	0%	1	0%
Summa	314	100%	306	100%	286	100%

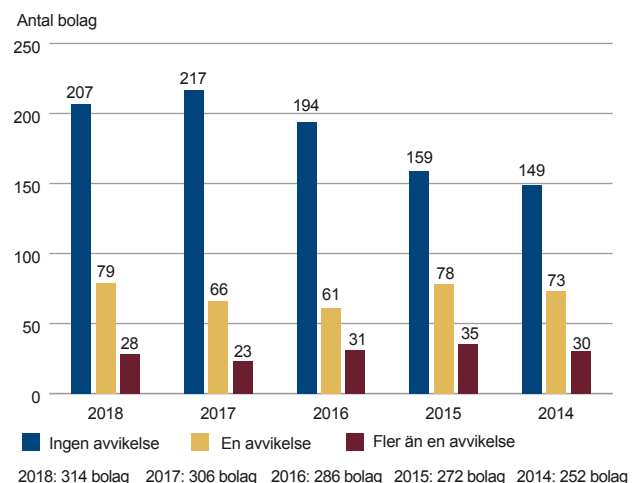
Tabell 4. Om det av avsnittet om intern kontroll och riskhantering framgår att någon särskild granskningsfunktion INTE finns, lämnar styrelsen motiverad utvärdering till detta i avsnittet?

	2018		2017		2016	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	246	78%	236	77%	215	75%
Nej	6	2%	8	3%	8	3%
Delvis	1	0%	0	0%	0	0%
Oklart	0	0%	0	0%	0	0%
Ej aktuellt	61	19%	63	20%	63	22%
Summa	314	100%	306	100%	286	100%

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

	2018		2017		2016	
	Antal	Andel	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	306	97%	301	98%	280	98%
Nej	7	2%	3	1%	5	2%
Oklart	1	0%	2	1%	1	0%
Summa	314	100%	306	100%	286	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. 47 bolag (15 procent) av samtliga kodbolag avviker från regeln, en ökning 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. 20 bolag (drygt 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.

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

13 bolag (fyra procent av samtliga bolag) följer inte kodens regel 2.1 om att inrätta en valberedning. Avvikelsen förklaras oftast av att det är fråga om bolag där huvudägaren eller huvudägarna ansett en valberedning obehövlig på grund av sitt stora aktieinnehav i bolaget, t.ex. som en följd av ett genomfört offentligt uppköps-erbjudande där av någon anledning avnotering av det

Tabell 6. Detaljredovisning avvikelserapportering

	2018	2017	2016	2015
Antal bolag utan avvikelser	207	217	194	159
Antal bolag med avvikelser	107	89	92	113
Antal bolag med en avvikelse	79	66	61	78
Antal bolag med flera avvikelser	28	23	31	35
Andel bolag med avvikelser	34%	29%	32%	42%
Antal bolag	314	306	286	272
Antal avvikelser	146	118	133	163
Antal regler med avvikelser	23	23	25	21
Snitt avvikelse per regel	6,35	5,13	5,32	7,76
Snitt avvikelse per bolag	1,36	1,33	1,45	1,44



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 2018 finns nästan inga ”nya” förklaringar, det vill säga avvikelsetförklaringar till regler som inte tidigare avvikits från.

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

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

Förklaringar till avvikelser

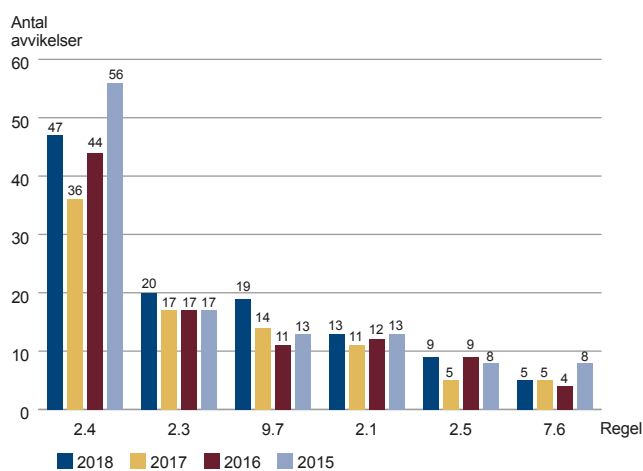
Att förklaringar till redovisade avvikelser håller god kvalitet är avgörande för att en kod baserad på principen följ eller förklara ska fungera som avsett. Vad som är god kvalitet i förklaringar ankommer på målgruppen för rapporteringen att avgöra, främst bolagens ägare och andra aktörer på kapitalmarknaden.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

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

Brister av denna typ framstår som ett genomgående problem för denna typ av koder internationellt. EU-kommissionens rekommendation om bolagsstyrning syftar primärt till att förbättra förklaringarna, inte minst genom att införa den lösning som infördes i den svenska koden 2008, nämligen ett krav på att inte bara motivera varje avvikelse utan även beskriva den lösning som valts istället.

När det gäller de svenska bolagens avvikelserapportering under 2018 fortsätter den positiva trenden från föregående år och bolagens avvikelsetförklaringar

Diagram 2. Antal avvikelser från enskilda regler i koden



håller generellt en hög nivå. Liksom förra året motiverar samtliga bolag skälet till gjorda avvikelser.

Liksom tidigare år har även ett försök till värdering av förklaringarnas informationsvärde gjorts. Det ligger i sakens natur att sådana bedömningar innefattar ett betydande mått av subjektivitet och Bolagsstyrningskollegiets analys har därför begränsats till att identifiera bolag som enligt undersökningsinstitutets uppfattning lämnar otillräckliga förklaringar. Bytet av undersökningsmetod har medfört att jämförelser med tidigare års undersökningar är av begränsat värde.

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

Bolagsstyrningsrapporternas innehåll

För åttonde 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 information⁸⁾ finns det fortfarande utrymme för förbättring, se Tabell 8. Precis som tidigare år är det ett trettiotal bolag anger inte styrelseledamöternas tidigare arbetslivserfarenhet, ett trettiotal bolag som inte anger vem som utsett valberedningsledamöterna och 40 bolag redovisar inte verkställande direktörens tidigare arbetslivserfarenhet. Dessa brister har påpekats tidigare år. Vad gäller styrelseledamöternas tidigare arbetslivserfarenhet saknas rapportering om detta i drygt tio procent av bolagen 2018, en liten försämring jämfört med tidigare. Andelen bolag som rapporterar verkställande direktörs tidigare arbetslivserfarenhet har förbättrats något, knappt 13 procent av bolagen 2018, jämfört med 15 procent av bolagen 2017, rapporterar inte dessa uppgifter. Andelen bolag

Tabell 8. Detaljinnehåll i bolagsstyrningsrapporten

	Ja	Nej	Delvis
Finns information om valberedningen?			
Sammansättning	298	15	1
Representantskap	283	31	0
Finns information om styrelseledamöter?			
Födelseår	312	2	0
Utbildning	289	11	14
Arbetslivserfarenhet	271	33	10
Uppdrag i bolaget	314	0	0
Övriga uppdrag	300	1	13
Aktieinnehav i bolaget	313	1	0
Oberoende	311	3	0
Är för inval	312	2	0
Finns information om styrelsen?			
Arbetsfördelning	313	1	0
Antal möten	314	0	0
Närvaro	314	0	0

	Ja	Nej	Delvis	Ej aktuellt
Finns information om styrelseutskott?				
Uppgifter och beslutanderätt	265	4	1	44
Antal möten	253	8	1	52
Närvaro	238	24	1	51
Finns information om VD?				
Födelseår			311	3
Utbildning			298	16
Arbetslivserfarenhet			274	40
Övriga uppdrag			239	75
Aktieinnehav i bolaget			313	1
Aktieinnehav i närstående bolag			25	289

⁸⁾ Se regel 10.2 i koden.



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

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

Bolagsstyrningsinformation på bolagens webbplatser

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

Regel 10.3 i koden kräver först och främst att bolagen har en särskild avdelning för bolagsstyrningsfrågor på sin webbplats, ett krav som vi glädjande nog kan konstatera uppfylls av samtliga bolag. En av frågorna i undersökningen är hur lätt det är att hitta bolagsstyrningsinformationen på bolagens webbplatser. Omdömet är subjektivt, men förhoppningen är att man genom en årlig uppföljning på samma premisser åtminstone kan

följa trender. Resultatet av årets undersökning redovisas i Tabell 9, där det framgår att 98 procent av bolagen har sin bolagsstyrningsinformation lättillgänglig, vilket innebär en marginell förbättring från föregående år, 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 313 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.

Vissa informationskrav åligger valberedningen. Koden kräver att samtidigt som kallelsen till årsstämman publiceras, ska information om de av valberedningen föreslagna styrelseledamöterna läggas ut på

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

	2018		2017	
	Antal	Andel	Antal	Andel
Ja	308	98%	298	97%
Acceptabelt	6	2%	6	2%
Nej		0%	2	1%
Summa	314	100%	286	100%

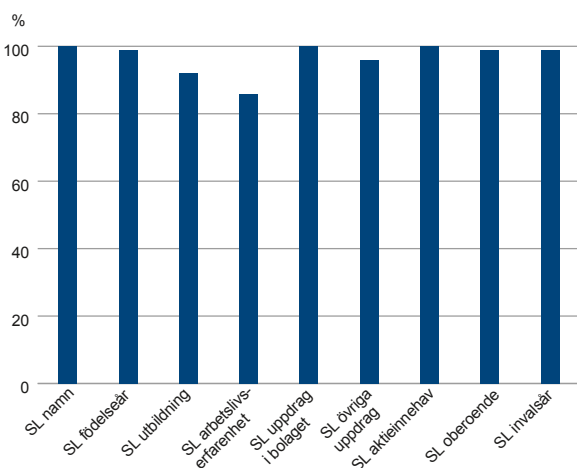
Tabell 10. Detaljinformation på bolagens webbplatser

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

bolagets webbplats.⁹⁾ 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.

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

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



⁹⁾ Se regel 2.6 andra stycket i koden.

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. 61 procent av bolagen redovisar sådan information, en förbättring med åtta procentenheter från 2017, men det är alltjämt ett stort antal bolag som inte lämnar någon redovisning i detta avseende. Många bolag har inte infört sådana program, men att så många som nästan hälften av bolagen inte skulle ha något utelöpande aktie- eller aktiekurs relaterat incitamentsprogram för varken ledning eller anställda ter sig alltjämt som en mycket hög andel.

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

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

	2018		2017	
	Antal	Andel	Antal	Andel
Delvis	0	0%	0	0%
Ja	286	91%	273	89%
Nej	28	9%	33	11%
Summa	314	100%	306	100%



ersättningar till övriga anställda). I år har andelen bolag som lämnar sådana uppgifter på sin webbplats ökat från 85 till 86 procent.

Slutligen ska bolagen på sin webbplats, senast tre veckor före årsstämman, redovisa styrelsens utvärdering av bolagets ersättningar.¹⁰⁾ Utvärderingen ska omfatta pågående och under året avslutade program för rörliga ersättningar för bolagsledningen, tillämpningen av bolagets ersättningsriktlinjer för ledande befattningshavare samt gällande ersättningsstrukturer och ersättningsnivåer i bolaget. Detta krav infördes 2010, med första rapporteringen utvärderad i 2011 års undersökning. Rapporteringsfrekvensen framgår av Tabell 12, som visar på en klar förbättring sedan förra året i alla tre avseenden. 85 procent av bolagen uppfyller dessa krav, en ökning med fyra procentenheter från föregående år. Att det fortfarande är så många som 15 procent av bolagen som 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

2018	Ja	Nej	Delvis	Totalt
Rörliga ersättningsprogram	261	53	0	314
Ersättningspolicy	266	48	0	314
Ersättningsstruktur och ersättningsnivåer	266	48	0	314
2017	Ja	Nej	Delvis	Totalt
Rörliga ersättningsprogram	246	59	1	306
Ersättningspolicy	249	56	1	306
Ersättningsstruktur och ersättningsnivåer	247	58	1	306

¹⁰⁾ 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 Stockholm AB och Nordic Growth Market NGM AB kan komma att tolka koden.

Aktiemarknadsnämnden har i januari 2017 (AMN 2017:05, offentliggjort i juli 2018) gjort ett uttalande om en särskild typ av incitamentsprogram i dotterbolag, i maj 2018 gjort ett uttalande om god sed i valberedningssammanhang (AMN 2018:19), och i november 2018 gjort ett uttalande om ett aktiebaserat incitamentsprogram (AMN 2018:48), se nedan. Nämnden har genom åren därmed gjort sammanlagt nio uttalanden där kodens bestämmelser tolkas.

- AMN 2006:31 prövar huruvida två ägare kan lägga samman sina innehav för att beredas en plats i valberedningen.
- AMN 2008:48 och 2010:40 behandlar styrelsens manöverutrymme att bestämma villkoren i ett incitamentsprogram.
- AMN 2010:43 tolkar ett av oberoendekriterierna i koden beträffande styrelseledamots oberoende i förhållande till kunder, leverantörer eller samarbetspartners som har omfattande affärsförbindelser med det noterade bolaget.
- AMN 2011:03 prövar huruvida ett erbjudande till vissa ledande befattningshavare i ett aktiemarknadsbolag om löneökning villkorat av varaktigt aktiesparande behövde hänskjutas till bolagsstämman.
- AMN 2015:24 prövar, i likhet med uttalande 2011:03 ovan, huruvida ett rörligt kontantbonusarrangemang till ledande befattningshavare i ett aktiemarknads-

bolag villkorat av varaktigt aktiesparande behövde hänskjutas till bolagsstämman.

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

Disciplinnämnderna vid Nasdaq OMX Stockholm och Nordic Growth Market NGM har inte särskilt tolkat koden under verksamhetsåret 2018, 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. Frågan om ersättning till emissionsgaranter har behandlats i uttalande 2018:47. Disciplinnämnden vid Nasdaq Stockholms beslut 2015:5 och 2016:9 behandlade också bland annat frågor om riktade emissioner av aktier, men någon tolkning av Kollegiets rekommendation gjordes inte. Som angetts ovan i avsnittet Kollegiets arbete under året, har Aktiemarknadsnämnden i uttalande AMN 2016:28 anfört att Kollegiets rekommendation ger uttryck för vad som i vissa hänseenden är god sed på aktiemarknaden vid kontantemissioner av aktier, teckningsoptioner och konvertibler i aktiebolag vilkas aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad eller handlas på handelsplattformarna First North, Nordic MTF eller Aktietorget. ◀



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 fyra bidrag:

- Det första bidraget innehåller en intervju med Anders Ullberg, utöver andra uppdrag styrelseordförande i Boliden, om effektivt styrelsearbete och ordförandens roll.
- Det andra bidraget är författat av Marie Baumgarts, hållbarhetschef på SEB och medlem i EU-kommissionens Tekniska Expertgrupp för Hållbar Finansiering. Artikeln belyser hur hållbarhetsfrågan på kort tid har gått från frivilliga åtaganden till reglering samt styrelsens arbete sett i ljuset av den förestående implementeringen av ett antal initiativ som tagits med anledning av EU-kommissionens handlingsplan för finansiering av hållbar tillväxt.
- Det tredje bidraget består av en artikel författad av Kollegieledamoten Per Lekvall om nordisk bolagsstyrning. Artikeln har tidigare publicerats i Nordic Journal of Business.
- Det fjärde bidraget är författat av tre chefsjurister - Brian Belanger, Husqvarna AB, Håkan Osvald, Atlas Copco AB, och Annika Bäreemo, Saab AB – och heter “The Role of the Board Secretary”. Artikeln ger svar på ett stort antal praktiska frågor beträffande styrelsesekreterarens roll, vilket alla tre författare har gedigen erfarenhet av från större börsföretag. Artikeln har tidigare publicerats i Tidningen Balans, Fördjupning nr 2/2019. 

Intervju med Anders Ullberg

Med nästan 20 år i styrelserummet besitter Anders Ullberg en erfarenhet som få i Sverige kan mäta sig med. I ett samtal med Helena Nordman-Knutson delade Anders Ullberg bland annat med sig av sin syn på vad styrelseordförandes viktigaste roll är, hur en styrelse bör hantera kraven på hållbarhet och fördelarna med den svenska bolagsstyrningsmodellen.



Anders Ullberg

”Genom sin breda kompetens, sitt metodiska och målinriktade arbetssätt och en osviklig förmåga att skilja mellan de viktiga och mindre viktiga frågorna har han format ett styrelsearbete som varit genuint värdeskapande för bolagets ägare, anställda och omgivande samhälle. Han är också en skicklig mötesledare som engagerar alla i styrelserummet och med sin sträva men vänliga humor skapar en positiv atmosfär som leder diskussionen till tydliga och väl underbyggda beslut. Anders Ullbergs gärning i Boliden är ett föredömligt exempel på den avgörande betydelse en kompetent och långsiktigt inriktad ordförande kan ha för ett bolags utveckling.”

Så löd delar ur motiveringen när Anders Ullberg tilldelades Guldklubban 2016 för sitt ordförandeskap i Boliden.

I många sammanhang betonar du vikten av att ha en god atmosfär i styrelserummet och att medlemmarna ska känna sig sedda. I din roll som styrelseordförande – vad innebär gott ledarskap för dig?

”Den metodik som jag hade under åren som vd tycker jag även fungerar i styrelserummet. Det är två olika typer av roller men ledarskapet är i mångt och mycket detsamma. För mig är det viktigt att medlemmarna tycker att det är kul och intressant att vara i styrelserummet tillsammans och att de känner att de bidrar. Man behöver inte vara superseriös varenda sekund utan man kan dra ett skämt och ha roligt. Jag vill att de ska kunna gå därifrån och känna – vad kul och stimulerande det här är! Sedan är det mitt uppdrag som ordförande att balansera diskussionerna genom att antingen dämpa eller stimulera medlemmarna så att alla känner att de får sin röst hörd och är med och påverkar besluten. Jag strävar alltid efter ett så öppet klimat som möjligt så att jag får upp de allra

ärligaste åsikterna på bordet eftersom det, enligt mig, genererar de bästa lösningarna för bolaget.

Drömstyrelsen för mig består av människor som trivs tillsammans och som har respekt för varandra och som förstås förstår verksamheten. Det är min skyldighet att få detta att fungera. Det är också viktigt med olika bakgrund, kön och nationaliteter. I Boliden är det exempelvis viktigt att vi har någon med finsk bakgrund eftersom vi har en stor del av vår verksamhet i Finland.”

I det här sammanhanget kommer vi också in på kompetensfrågan. Du som ordförande är en del av valberedningen. Hur ser du till att valberedningens arbete reflekteras i komponeringen av styrelsen?

”I början av valberedningssäsongen går jag alltid igenom styrelsen och har då en idé om vilken kompetens som jag vill komplettera med eller byta ut. Med det sagt tycker inte alla som jag, men jag kommunicerar alltid min vision. Efter valberedningens inspel enas vi så småningom om en profil för den nya ledamoten. Kombinationen mellan valberedningens nätverk och mitt eget brukar generera ganska bra propåer. Mitt nätverk är ju lite smalare och djupare och deras är bredare men kanske lite grundare, det sammantaget brukar fungera väl.”

I förhållande till valberedningen och kompetens, hur ser du på kvotering för kvinnor? Vi har inte så många kvinnor på vd-poster i Sverige idag, vilket snävar till urvalet i nätverken. Hur kan kompetensen fångas upp även om personen inte har den exekutiva erfarenheten?

”Det finns ingen tydlig huvudägare i Boliden utan den största har ett innehav om cirka sex procent, men valberedningen har ett bra nätverk med tillgång till intressanta kvinnliga kandidater som i sin tur går att göra ett urval ifrån. Andra styrelsemiljöer är också ett bra forum



för nätverk. Däremot tror jag att det kommer att ta lite tid att få en större mängd kvinnliga styrelseordföranden eftersom det idag inte är många kvinnor som har vd-bakgrund. Denna bakgrund är inget absolut måste för en styrelseordförande men jag tror att det kan vara bra att ha en styrelseordförande som är van att koncentrera sig på att ta beslut, något som ingår i en vd:s vardag.”

*Så du menar att detta är en process över tid?
Finns det något annat som kan göras för att öka mångfalden i styrelser?*

”För mig handlar mångfald inte bara om kön utan även om kompetenser. Det kan handla om att ett internationellt bolag med säte i Sverige rekryterar icke-svenskar till styrelsen för att få ett bredare perspektiv. Det finns oerhört många parametrar i begreppet. Vad gäller fördelningen mellan kvinnor och män i styrelser tycker jag att det skett en tydlig breddning och det är många fler kvinnor idag än för tio år sedan. I Boliden är exempelvis tre av totalt sju styrelsemedlemmar kvinnor.”

En annan kompetens är den inom hållbarhet. Hur säkerställs hållbarhetskompetensen i styrelserummet?
Arbetar man i ett gruvföretag är hållbarhetsfrågorna en naturlig del i verksamheten. Detta sker nästan automatiskt – driver vi inte en hållbar verksamhet kommer vi inte att finnas till. I Boliden har vi en styrelseledamot med tydlig hållbarhetsbakgrund, vilket inte är någon slump. Jag jobbar också med tematiska inslag i agendan. Hållbarhetsfrågor finns som stående punkt minst en gång per år då vi gräver lite djupare.

När det kommer till vad jag anser är de viktigaste hållbarhetsfrågorna tar jag Boliden som exempel. Säkerhet är naturligtvis väldigt viktigt för oss. Hantering av restprodukter från våra gruvor och smältverk en annan och så dammsäkerhet förstås. Före min tid i Boliden, 1998, hade vi en olycka bakom oss när dammen brast vid Apirsas gruva, Los Frailes, vilket medförde att stora mängder metallhaltigt vatten och anrikningssand rann ut längs floden Guadimar. Det här är typiska hållbarhetsfrågor som vi arbetar med.”

Åter till ledarskap – hur ser du på relationen ordförande/vd?

För det första tycker jag att det är viktigt att relationen mellan vd och ordförande är tydlig där båda parter förstår sina respektive roller. Man måste ha en ömsesidig förståelse för att rollerna är olika. En ordförande får inte bli operativ utan låta vd sköta verksamheten. Genom att jag själv varit vd finns det alltid en risk att kliva över den tröskeln. Vd får heller inte bli någon liten försiktig typ som försöker lista ut vad ordföranden tycker och anpassar sig efter det, jag vill ha en vd som har tydliga åsikter.

Man ska också komma ihåg att vd är en ensam individ. En viktig uppgift för ordföranden är därför att vara en naturlig samtalspartner för vd och att coacha vd. För mig är det viktigt att ha hög tillgänglighet. Vd kan ringa mig när som helst. Dock ska jag som ordförande inte jaga vd utan vanligtvis är det vd som ringer mig. När vd ska rekrytera till sin ledningsgrupp vill jag kunna intervju slutkandidaterna för att ge second opinion och kvalitets-säkra processen, även om vd gör det första urvalet. Det är också bra för kandidaten att få en bild av bolaget och den tilltänkta rollen från ordförandes perspektiv. Ofta har jag samma åsikt som vd, men ibland har våra uppfattningar gått isär vilket har lett till att vi gjort ett omtag i rekryteringsprocessen.

Det svåra är när vd inte längre håller måttet. Man kan inte ge en vd halvhjärtat stöd – håller inte vd måttet måste man byta. Det här övervägandet är inte svart eller vitt utan brukar vara en process. Här måste ordförande och styrelse vara tydlig med sig själva när man i processen nått vägs ände och inte låta processen bli för långrandig. När jag ser tillbaka har jag aldrig ångrat att jag varit för snabb i den här situationen.”

Hur viktig är effektiv successionsplanering?

”Det är jätteviktigt, och det är viktigt på flera nivåer i organisationen. Detta är en av de tematiska frågeställningarna som vi i styrelsen har på agendan varje år. Vi går igenom successionsplaneringen, inte bara på koncernledningsnivå, och får då också ta del av vd:s syn på sin ledningsgrupp. När styrelsen besöker de olika verksamheterna vill vi även träffa några av de påläggs-kalvar som identifierats.”

Har du något råd till en färsk styrelseordförande?

”Om jag skulle ge tips till en person som antar sitt första ordförandeuppdrag skulle jag uppmana personen att sätta sig in i verksamheten ordentligt och att skapa en relation med sin vd. Den nya verksamheten är troligtvis en helt annan än den hon eller han kom ifrån. Därför ska man inte bara kopiera hur man gjorde i sitt förra arbete. Det är också viktigt att släppa vd-fasonerna och komma ihåg att som styrelseordförande är du inte operativt ansvarig utan har en roll gentemot vd. Sedan skulle jag uppmana individen att applicera en bra ordning i styrelsen och få styrelsen att bekänna färg och plocka fram det bästa hos dem. Det är det som skapar de goda lösningarna. Som ordförande är det inte så begåvat att säga ”jag tycker så här, tycker ni det också?”

Hur resonerar du kring antal styrelsemöten per år för att effektivt sätt styra bolaget i rätt riktning? Och var hålls styrelsemötena?

”Antal möten bör inte vara för många och inte för långa. Vår grundcykel är fem möten förutom det konstituerande mötet per år. Av olika skäl kan vi behöva något fler exempelvis vid en större investering eller vid ett större förvärv. Ett möte bör inte vara mer än 4–5 timmar. När du har kommit så långt känns det som att syret har försvunnit ur rummet. Ibland måste du av olika skäl ha längre möten om det är komplicerade frågeställningar, men jag försöker se till så att vi håller oss inom den här tidsramen.” Jag förutsätter naturligtvis också att styrelsemedlemmarna förberett sig ordentligt. Någon som bara ögnar igenom styrelsematerial en gång kan inte bidra med särskilt mycket utan du måste ge dig själv tid för att reflektera över det du har läst. När du har reflekterat är det dags att ta sig till styrelserummet, då har du ett par frågeställningar med dig som du vill spela in eller få belysta.”

”För att förstå verksamheten tror jag att en av nycklarna är att uppleva den på plats. Vi i styrelsen får också då vår chans att träffa människor djupare ner i organisationen. Som medarbetare är det också viktigt att känna att styrelsen bryr sig och inte är ett främmande djur. Jag tror att det betyder mycket. Två till tre gånger per år besöker vi därför några av våra verksamheter och vi har nästan alltid bolagsstämman på någon av våra verksamhetsorter. Då attraherar vi också de lokala

aktieägarna genom att visa upp oss i det lokala sammanhanget. Innan jag började på Boliden trodde jag i min enfald att vi många gånger tidigare haft bolagsstämman i själva gruvsamhället Boliden, där det hela började för 95 år sedan. Men det visade sig att det faktiskt var första gången när vi gjorde det 2012. Vi genomförde stämman i Folkets Hus. Det blev lyckat. Och när jag berättade att en av mina tidigare chefer på SSAB – han som rekryterade mig – var barnbarn till kvinnan som ägde marken där den första fyndigheten hittades, tyckte de lokala aktieägarna att jag var en riktig Boliden-kille!”

Med din långa erfarenhet, tycker du att styrelseordföranderollen har ändrats över tid?

”Jag tycker nog att skiftet kom innan jag fick mina ordförandeuppdrag. Om jag jämför med innan jag började min resa inom industrin, och när jag fick chansen att exponeras för en styrelse i slutet på 70-talet, var roll annorlunda. Om man ska förenkla beskrivningen kan man säga att styrelseordföranden då var den främste bland likar. Allteftersom började mer ansvar att läggas på styrelseordförande. Och när Koden publicerades ingick ju även ett specifikt avsnitt för styrelseordförande. Inte för att det är jättestort men det visar ju vad uppdraget handlar om. Jag tror att jag ägnar mycket mer tid idag åt mitt uppdrag än vad en genomsnittlig styrelseordförande gjorde för 20–30 år sedan. Överhuvudtaget upplever jag det också som att både styrelse och vd fått en mycket större arbetsbörda. Men det gör också uppdraget i mitt tycke intressantare.”

Har du stöd av Koden?

”Ja, Koden ger ju en struktur, men man måste ju plocka in businessen i den också. Jag har aldrig känt den som en belastning, men jag är ju också en part i målet eftersom jag satt i Kollegiet när den kom. Till strukturen är den bra. Sedan kan man inte bara jobba med struktur, då blir det inget värdeskapande utan det måste man lösa hur som helst.”

Håller du med om att Sverige ligger i framkant med bolagsstyrning? Om man jämför internationellt?

”Jag har jobbat för lite i andra miljöer för att kunna göra en ordentlig jämförelse även om jag varit ordförande i ett finskt börsnoterat bolag. Men jag gillar den svenska



modellen med uppdelningen mellan ledning, styrelse och ägare. Jämfört med den anglosaxiska miljön blir skillnaden mellan ledning och styrelse mycket tydligare. I mitt tycke har också avståndet mellan ägare och styrelse krympt. Jag tror att det är bra med tredelning med en tydlig arbetsfördelning där vd och vd:s organisation driver verksamheten och där styrelsen har ett längre och mer strategiskt perspektiv, men också har kontroll över att ledningen fungerar som den ska. Samtidigt ska ägarna ha en bra möjlighet att påverka styrelsens sammansättning. Därmed inte sagt att det inte fungerar bra med en anglosaxisk bolagsstyrningsstruktur, men personligen så gillar jag den svenska – men jag har ju också vuxit upp i den.”

Ser du ett ansiktslöst ägande som problematik eller möjlighet?

”Det är klart att det är skillnad på att vara ordförande i ett bolag med en spridd ägarstruktur, som Boliden, jämfört med ett bolag med en tydlig huvudägare. Har man en representant från huvudägaren med vid styrelsebordet så kommer ju ägarens intentioner naturligt in i diskussionen. Med en spridd ägarstruktur måste i stället styrelsen ta på sig ansvaret att tolka ägarnas intentioner, vilket är lite mer utmanande men samtidigt stimulerande. Jag har provat båda modellerna och jag tycker att bägge fungerar bra.”

Vad är din syn på kvartalskapitalismen?

”Jag är inte störd över den, men jag låter mig inte styras av den heller. För mig är det avgörande att vi driver rätt strategi och styr företaget på ett skickligt sätt. Om vi sedan ser resultatet i första, andra, tredje eller fjärde kvartalet försöker jag bortse från – det är inte det som är viktigt. Det viktiga är att vi gör rätt grejer och att vi är duktiga och konsekventa i vår kommunikation med den finansiella marknaden.”

Vilka har varit de största utmaningarna och de roligaste stunderna för dig som ordförande under alla dessa år?

”Jag har ju roligt jämt tycker jag! Men om jag ska välja ut något specifikt var det investeringen på knappt fyra miljarder kronor i en expansion av gruvan i Garpenberg. Den gruvan var nedläggningshotad strax innan jag bör-

jade i Boliden och är nu en av de lönsammaste delarna av företaget. De stora investeringsprojekten är alltid en utmaning. När jag blev ordförande i Boliden hade vi inte gjort några särskilt stora projekt sedan millennieskiftet. Att då gå från att inte ha gjort något på 5–6 år till att investera i Aitik och sedan Garpenberg var en risk och en utmaning.”

Om du tittar 5–10 år framåt, tror du att det kommer att hända något med sammansättningen av en styrelse?

”Frågeställningarna kommer att ändra sig. För ett gruvföretag idag är exempelvis elektrifiering och automatisering viktiga frågeställningar, det var det inte för sju år sedan. Om sju, åtta år har vi säkert andra frågor som vi inte kan förutse nu. Förutom att det säkert är fler kvinnor i styrelserna än idag ser jag inte att det skulle bli någon radikal skillnad i styrelsesammansättningen.”

Slutligen, vad är den röda tråden i ditt arbete?

”Att få upp de strategiska frågeställningarna på bordet. Om jag lyckas bra med det eller inte är det upp till andra att bedöma. Och det andra är att leda en grupp människor. Man måste få ett maximalt utbyte av den kompetens och erfarenhet som finns i styrelserummet.”

How sustainability is shifting the business landscape – or – how the business landscape is shifting as a result of sustainability

Marie Baumgarts är hållbarhetschef på SEB och medlem i EU-kommissionens Tekniska Expertgrupp för Hållbar Finansiering.



Marie Baumgarts

From 10 to 100 in two years

Sustainable development was first defined in 1987 as “development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs”¹⁾. Ever since, the quest for such sustainable development, or in short sustainability, has grown on a voluntary basis subject to stakeholders’ needs and expectations. This has changed dramatically in the last two or three years.

If a quote such as “the business of business is business” [Milton Friedman] and the phrase ‘providing profit for shareholders’, as found in many Articles of Association, still stand strong, so does the need for a renewed “why” as in purpose and license to operate. Since 1987, we have seen the emergence of voluntary initiatives such as the United Nations Global Compact, Principles for Responsible Investments, the Global Reporting Initiative and the Sustainable Development Goals. However, we have now reached a tipping point where the impact, or effects, of a business on climate change must be managed to ensure future generations’ ability to meet their own needs.

In recent years, the sustainability journey that started with the UN has now been picked up by the G20 (and its Financial Stability Board, with the creation of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures, TCFD²⁾ and the European Commission. In the European Commission’s Action Plan on Financing Sustainable Growth³⁾, published in March 2018, there are multiple actions to green the economy which would probably require companies to adapt, update or rethink their ‘why’. Securing the ‘why’ is essential in order to future proof business models and to safeguard them to go beyond meeting the needs of today and short-termism.

With the regulators accelerating the shift towards sustainable development, the business landscape will likely see more of this kind of parental control, as global warming has not [yet] been resolved on a voluntary basis.

Two worlds coming together

The work leading up to the European Commission’s Action Plan, with the High Level Expert Group, HLEG⁴⁾ report in particular, resulted in multiple recommendations, including the need for:

- a classification system, or ‘taxonomy’, to provide market clarity on what is ‘sustainable’,
- improving disclosure by financial institutions and companies on how sustainability is factored into their decision-making.

One year into the action plan, these and other actions, are about to materialize, which might perhaps catch the business landscape by surprise as it has been used to the traditional non-governmental speed of change. On 24 June, the European Commission will host a stakeholder dialogue about reports⁵⁾ on the proposed EU Taxonomy, EU Green Bond Standard, Climate Benchmark Index and Non-Binding Guidelines (NBG⁶⁾) for disclosures. With the planned release of three of the reports on 18 June and stakeholder dialogue on the 24th, the current transparency regulation, the 2014 Non-Financial Reporting Directive (NFRD)⁷⁾, will be seen in a new light. Large companies, banks and insurance undertakings are to disclose their development, performance, position and impact on sustainability transparently, covering at least four core areas, including climate. With the new proposed toolbox, to be released in June, and with one of the EC action plan’s objectives being to reorient capital



flows towards sustainable investments, green would become the new 'black gold'. Thus, the previously separate worlds of finance and sustainability would come together, as it would be easier than before to put a price tag on green assets and activities.

Clarification of impact: A double materiality!

When the 2014 NFRD⁷⁾ takes up impact, further guidance is mainly left open. This is to be clarified in the upcoming Non-Binding Guidelines⁶⁾ for 2019, which will accompany the directive. In the proposed NBG, impact is to be read as both the [material] *financial impact on the company of climate change and the [material] impact on climate caused or contributed to by business through products, services and business relationships*⁷⁾. Since impact on/of climate has not been a main topic on most boards of directors' agendas, it has not been seen as a material item to be incorporated in financial filings. Until now, or until fairly recently, many corporations have treated climate change as a communication and reputational matter and left it in the hands of communication specialists, PR professionals and dedicated sustainability departments.

What is green? The upcoming Taxonomy opens up for a gold rush

The soon-to-be-released report on the EU Taxonomy⁵⁾ will define which economic activities, (as listed in the NACE⁸⁾ classification), are "green", in short, and in line with the Paris Agreement, i.e. activities that significantly contribute to climate change mitigation or adaptation. In practice, this means that any product in the EU market which is claimed to be sustainable will have to either meet the threshold and criteria of the taxonomy for the relevant NACE code activity; or it must be disclosed how the product relates to the taxonomy, once adopted. The effect, when in place, implies that from now on the market will be able to compare apples with apples and pears with pears, instead of having a wide variety of PR claims relating to sustainability. Increased transparency and comparability, with the help of the taxonomy as a threshold tool, will likely accelerate the re-orientation of capital flows in line with the Paris Agreement and a low carbon economy. As a first draft of the taxonomy is publicly available, there are good opportunities to

proactively influence navigation on business strategies, investment decisions and new ventures, to mention just a few examples. In this new game of information, it is clear that climate change risks and opportunities for significant business decisions are to be accounted for and calculated.

Demand side and customers

Looking outside the window, with school strikes, science and the IPCC being more explicit than ever and media becoming more engaged, it is reasonable to claim that there is an increased general customer demand for clarity and transparency regarding what is sustainable. And the boom is probably still ahead of us, because transparency, comparability and formalization of what is green, (e.g. trust), has thus far been low. Aggregated low clarity on what is green, what a sustainable branded/labelled product or service actually contains and to what degree it fulfils customer demands and expectations have been almost impossible to understand at scale. Hence the market has naturally been careful up till now.

Board accountability + transparency + disclosures = trust

When approved in 2014, the NFRD required certain large companies with more than 500 employees, (more than 250 in Sweden), banks and insurance companies to report on sustainability matters from financial year 2017, e.g. to include a non-financial statement in the management report. (Management report has been interpreted as being part of the Administration Report in the Annual Report or a free-standing report.) The statement is to contain: "*information to the extent necessary for an understanding of the undertaking's development, performance, position and impact of its activity, relating to, as a minimum, environmental, social and employee matters, respect for human rights, anti-corruption and bribery matters...*"⁷⁾.

Climate change is naturally included under environment, and to quote the recitals⁷⁾ of the NFRD⁷⁾: (7) "*that statement should contain, as regards environmental matters, details of the current and foreseeable impacts of the undertaking's operations on the environment...*". This is followed by a clarification of direct vs indirect impact and accountability: (8) "*The undertakings which*

are subject to this Directive should provide adequate information in relation to matters that stand out as being most likely to bring about the materialisation of principal risks of severe impacts, along with those that have already materialised. The severity of such impacts should be judged by their scale and gravity. The risks of adverse impact may stem from the undertaking's own activities or may be linked to its operations, and, where relevant and proportionate, its products, services and business relationships, including its supply and sub-contracting chains...⁷⁾.

Looking with fresh eyes in the light of climate change statistics, a rapidly shifting regulatory landscape, the presence of transition and physical risks, it would be reasonable for boards of directors to consider a) obtaining a legal opinion on what would be considered their accountability related to current and foreseeable impact; b) the severity of impacts and c) the company's development, performance and position related to climate change risks and opportunities. Once identified, corporate governance and remunerations would naturally follow. For nomination committees, finding the right competence for boards has always been crucial, but they now need to include consideration of competences in sustainability and climate change related matters.

The benefits of being proactive – the early bird catches the worm

With definitions of what is green for activities such as housing, manufacturing, energy production and more, companies with good ratios of activities that meet the

thresholds will be likely to attract capital more easily and be viewed as lower risk. Financial institutions would, for example, probably prefer to have a proportion of pension investments defined as green. In general, the race towards meeting the Sustainable Development Goals, striving for sustainable development, has only just begun. What will happen next depends on us.

I would like to end with two quotes as food for thought. The first comes from when the European Commission Action Plan was launched in March 2018. First Vice-President Frans Timmermans said "Moving to a greener and more sustainable economy is good for job creation, good for people, and good for the planet. Today we are making sure that the financial system works towards this goal. Our proposals will allow investors and individual citizens to make a positive choice so that their money is used more responsibly and supports sustainability."

The second is from Rupert Murdoch: "The world is changing very fast. Big will not beat small anymore. It will be the fast beating the slow."

Ultimately, moving forward, climate and sustainability should now be a material matter in current and future Board work. In a rapidly changing business landscape, proactive decision makers are highly likely to enjoy more freedom. ◀

¹⁾ Our Common Future: <https://www.encyclopedia.com/environment/energy-government-and-defense-magazines/united-nations-world-commission-environment-and-development-wced-our-common-future-report-1987>

²⁾ The Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD). <https://www.fsb-tcfd.org/>

³⁾ EC Action Plan on financing sustainable growth. https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-sustainable-growth_en and EU Sustainable Finance https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance_en

⁴⁾ The High-Level Expert Group (HLEG) comprised 20 experts, one of which was Magnus Billing, CEO of Alecta. http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-542_en.htm

⁵⁾ EC stakeholder dialogue on 24 June on the Technical Expert Group reports: https://ec.europa.eu/info/events/finance-190624-sustainable-finance_en and https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_en

⁶⁾ The proposed Non-Binding Guidelines 2019 to be released in final version on 24 June. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2019-non-financial-reporting-guidelines-consultation-document_en.pdf

⁷⁾ The Non-Financial Reporting Directive (NFRD) (incorporated into the Swedish Annual Accounts Act) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095&from=EN>

⁸⁾ NACE. http://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/index/nace_all.html

The Nordic Way of Corporate Governance*



Per Lekvall

Per Lekvall är ledamot i Kollegiet för svensk bolagsstyrning, ordförande för StyrelseAkademiens internationella utskott och ledamot av ecoDa:s (European Confederation of Directors' Associations) policykommitté.

Artikeln publicerades ursprungligen i Nordic Journal of Business, Vol. 67, No 3-4 (Autumn/Winter 2018).

This article is based on a pan-Nordic study, showing that the resemblance between the corporate governance frameworks of the four major Nordic countries makes it warranted to talk about a joint Nordic corporate governance model.

A key feature of this model is that it allows strong owners to effectively control and take a long-term responsibility for the company. The inherent risk of such a system, that it allows the control owner to extract undue private benefits from the company, is effectively curbed through a well-developed system of minority protection. The result is a model that encourages strong owners to engage in the governance of the company in order to tend to their investment while at the same time creating long-term value for all shareholders.

The article reviews the findings of the study and extends them to reflections on conceivable sustainability implications of the Nordic model.

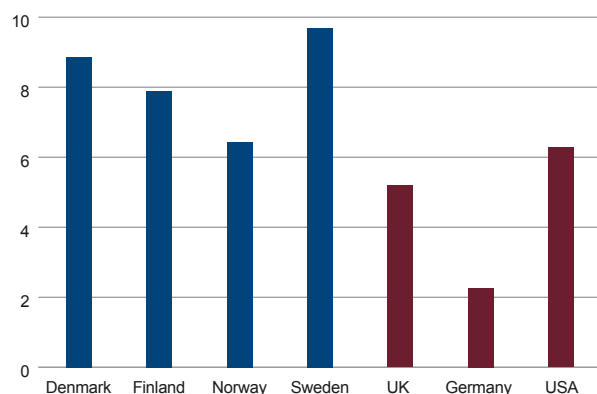


Figure 1: Ratio of each country's share of the world's 2000 largest listed companies to its share of world population.

Sources: Forbes Global 2000 Leading Companies List 2013: www.forbes.com/global2000 World Bank 2013 report: www.worldbank.org.

1. Background and aim of the study

The four major Nordic countries of Denmark, Finland, Norway and Sweden have fostered a remarkable number of world-leading companies, as illustrated in the figure below. The diagram shows the ratio of the share of companies on Forbes' list of the world's 2000 largest listed companies to the share of the world population of the four major Nordic countries, benchmarked against three world-leading industrial economies. The Nordic average ratio significantly exceeds those of all the benchmarking countries, and is about four times that of Germany.

Many factors may certainly underlie this outcome, the further analysis of which is beyond the scope of this article. Nonetheless, it is widely held within the Nordic business communities that the way Nordic companies are governed plays a significant role in their often remarkable performance in the international markets. This notion is underpinned by numerous international rankings in recent years; for example, in the 2013 global ranking of the efficacy of corporate boards by the World Economic Forum, Sweden, Finland and Norway all ranked within the six top positions and Denmark ranked no. 20, just ahead of the UK and Germany.¹⁾

However, over the last few decades, the Nordic countries have increasingly been pressured to adapt to what is sometimes referred to as international governance standards, in practice essentially the corporate governance practised in jurisdictions with an Anglo-Saxon common law tradition, primarily the US and the UK. This influence has two main sources:

* This article is an elaborated version of a paper presented at the jubilee conference on the occasion of the 100th anniversary of the Danish Companies Act, University of Copenhagen, 27th of September 2017. I am grateful for comments on earlier versions in different stages of development from Tom Berglund, Jesper Lau Hansen, Robert Strand and two anonymous referees.

¹⁾ The World Economic Forum Global Competitiveness Report 2013-2014.

One is the international capital market, which has drastically increased its presence in the Nordic markets during this period. Currently, on average non-domestic owners account for about 40% of the market capitalization of listed companies in the Nordic region. A major portion of this ownership emanates from non-Nordic shareholders, mainly in the form of institutional investors with US or UK origins. As a consequence of this, the Nordic markets have seen a great influx of capital market players such as shareholders and their advisors, investment analysts, and board directors with an Anglo-Saxon corporate governance background. Occasionally this situation has caused frictions when such players are confronted with Nordic governance practices, manifested inter alia as a lack of understanding of Nordic general meeting practices, of major shareholders' role in the governance process, and of prevailing work practices in Nordic boards.

A second source of pressure has been the active corporate governance harmonization agenda pursued by the European Commission since the turn of the century. Remarkably, this agenda has been predominantly based upon the UK governance approach, largely disregarding the great diversity of corporate governance models existing across Europe. This approach has led to regulatory initiatives that have often been poorly adapted to the governance systems of other parts of Europe, including those in the Nordic region, thus causing considerable challenges for regulators, shareholders and companies.²⁾

Against this background, the overarching aim of the study on which this paper is based³⁾ was to investigate the extent to which it might be possible to identify a common basic corporate governance model that is valid across all four countries and, if so, to provide an overall description of the key characteristics of this model compared with other corporate governance frameworks. Such a description would be useful for increasing the recognition and understanding of Nordic corporate governance in the international capital market and in the EU administration, thus possibly mitigating the above-mentioned problems.⁴⁾

Notably, the study had no objective to promote the Nordic model for use on a broader international scale; rather, it was strictly confined to the pedagogical purposes mentioned above. Whether or not the model

– as a whole or specific aspects of it – might also be useful outside of the Nordic jurisdictions is another matter.

2. Is there a specific Nordic governance model?

As just explained, the prime purpose of this study was to determine whether formal regulation and real-world practices of corporate governance in the Nordic countries were sufficiently similar to warrant the identification and description of a common Nordic governance model. A key outcome of the study was a clearly affirmative answer to this question.⁵⁾ This conclusion is founded on the following three fundamental aspects of the Nordic institutional framework for the governance of listed companies:

2.1 Closely resembling rules and norms for good governance

The norm systems, largely determining how corporate governance is practised in a jurisdiction, closely resemble one another between the Nordic countries but differ significantly from those of most other parts of the world. Generally, such systems comprise three main components:

- (i) **Statutory regulation**, primarily in the form of national Companies Acts and other kinds of mandatory regulation, for which there is a long history of co-ordination between the Nordic countries. Hence, in the decades following World War II, the lawmakers of these countries (including Iceland) had far-reaching ambitions to develop a common Nordic Companies Act. No such act materialized, but the new national acts inaugurated in all countries concerned during the 1970s closely resembled one another.

Through later amendments and complements, those acts have gradually strayed from each other, and when new national acts were again introduced in the early 2000s, they differed significantly in crucial respects. This statement does not, however, apply to the governance sections of the acts, which still closely resemble one another, sometimes down to the formulation of legal text. Together these acts therefore form a joint judicial framework for corporate governance across the Nordic region.



- (ii) **Self-regulation**, which traditionally plays an important role in Nordic societies within this field, today mainly in the form of corporate governance codes. The Nordic countries were relatively late to adopt this new form of regulation, but in the period from 2001 (Denmark) to 2005 (Sweden), a national code of corporate governance was introduced in each of the four countries.⁶⁾ Although those codes differ significantly in terms of form, structure and scope, with regard to governance substance matter, as well as their institutional setup as part of the business sector self-regulation, they resemble each other closely and are generally in line with current international standards.

Listing rules and other regulation of privately operated stock exchanges may also be seen as part of the self-regulation of the business sector, albeit typically contractually mandatory for the companies concerned. Also in this respect there is a close coordination between the Nordic countries, largely due to the fact that the main exchanges of three of the countries (Denmark, Finland and Sweden) are owned and operated by the same privately owned company, Nasdaq Nordic Ltd, a subsidiary of the US-based Nasdaq Group Inc. Although the Norwegian main exchange, owned and operated by Oslo Børs, remains independent of this setup, its operating procedures closely resemble those of the other exchanges. Thus, a far-reaching harmonization of listing rules and other stock exchange regulation exists across the Nordic equity markets.

- (iii) Finally, **non-codified traditions, norms and practices** also play a significant – but often underestimated – role in determining how corporate governance is pursued within a given jurisdiction. Even in this respect, the Nordic countries display close similarities based inter alia on long-standing common historical roots, largely shared ethnical backgrounds and, in more recent times, similar societal, political and economic structures. Altogether this leads to general norms, values and codes of conduct that are largely shared among the Nordic societies; to a considerable extent, they also dis-

seminate into business communities and influence how companies are governed and managed.

2.2 Similar ownership structures of listed companies

The Nordic countries also share a common overall structure of the capital markets and ownership patterns in listed companies. The latter aspect is particularly important in this context because it largely determines the role that shareholders can play in the governance of companies. Listed companies may roughly be classified into two main categories in this respect: companies with a dispersed ownership pattern, often with no single shareholder controlling more than a fraction of the total capital and/or voting power, and companies with a more concentrated ownership structure where one or a small group of shareholders can have a more or less controlling holding of the company. The first of these patterns is typical of markets with an Anglo-Saxon judicial tradition, primarily the US and the UK, whereas the second pattern dominates in continental Europe as in many other parts of the industrialized world.

This distinction is crucial because it largely determines the extent to which shareholders can and may wish to participate in the governance of their investee companies. In widely held companies, an individual shareholder that holds only a fraction of the total equity may consider it unwarranted to invest time and money in active governance of the company, given that this shareholder will reap only a corresponding fraction of the fruits of these efforts (the so-called free-rider problem). Furthermore, such shareholders are predominantly of the institutional investor type, usually with insufficient financial, organizational or human resources required to pursue strong and active ownership strategies. Instead, these shareholders tend to “vote with the feet”, which in turn leads to the lack of shareholder engagement that is a frequent theme in the current international debate in the field.

²⁾ For an in-depth treatment of these and related issues, see Ilmonen (2016).

³⁾ Lekvall (ed., 2014), including stand-alone contributions by Airaksinen, Berglund and von Weymarn (2014), Gilson (2014), Hansen and Lønfeldt (2014), Knudsen and Norvik (2014) and Skog and Sjöman (2014).

⁴⁾ For a more in-depth and scientifically oriented treatment of the Nordic model, including discussions of its societal and institutional foundation and applicability to other jurisdictions, see Thomsen (2016a) and Thomsen (2016b).

⁵⁾ As shown by Jonsson (2016), this conclusion largely also holds for Iceland, although this country was not included in this study.

⁶⁾ For a more comprehensive review of the process through which corporate governance codes were introduced in the Nordic countries, see Hansen (2006).

In contrast, in closely held companies one or a few major shareholders may be in practical control of the company, often with their investment portfolios concentrated in one or a few companies where they engage actively in the governance in order to tend to their investment, typically with its long-term performance in view. Since these shareholders often own a substantial part of the company, they are less affected by the free-rider problem and are hence more motivated to invest considerable amounts of time and effort in governing the company.⁷⁾

A crucial, common feature of the Nordic equity markets is that their listed companies are predominantly of the latter category, a characteristic in which they differ distinctively from e.g., the UK market, as illustrated in Figure 2. As shown in the diagram (the filled bars), more than six out of ten listed companies in the Nordic region have at least one shareholder in control of more than 20% of the votes of the company, usually sufficient to exert a considerable degree of control over listed companies. Comparing the countries, Norway and Sweden display the highest concentration levels, whereas Denmark and Finland show slightly lower levels. The striped bars instead indicate that one out of five Nordic companies has at least one shareholder in absolute control of the company with more than 50% of the votes. For both control levels, the corresponding numbers for the UK market are significantly lower.

It is also interesting to consider the situation in a broader international context, as indicated in Panel 1 below. For the EU member states, these data are based on a study commissioned by the European Commission from 2007⁸⁾, whereas the US and Norway data stem from the study by La Porta et al. (1999). Although these data are now 10 to 15 years old, it can reasonably be assumed that fundamental institutional features of this kind do not change rapidly and that the numbers displayed are therefore fairly comparable to those in the previous diagram. Notably, the data in this panel are based only on the 20 (approximately; it differs slightly between countries) largest companies in the respective countries, whereas the data in the previous diagram are based on a total survey of all companies listed on the main exchanges of the four Nordic markets.

As shown in the panel, the Nordic countries as a group show the highest degree of ownership concen-

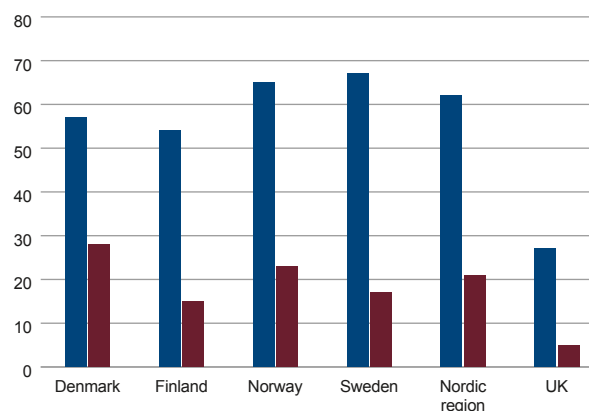


Figure 2: Percentage of listed companies with at least one shareholder in control of more than 20% (filled bars) and 50% (striped bars), respectively, of the votes of the company.

Data for the Nordic market comprise all domestically domiciled companies on the primary stock exchange of the respective countries. The UK data are based on a sample of 116 out of the corresponding population of about 800 companies on the London Stock Exchange Main Market.

Adapted from Lekvall (2014).

tration at levels largely in line with those reported in Figure 2. However, several of the continental European countries also display concentration levels that can be assumed to often involve a significant degree of control ownership. This finding stands in sharp contrast to particularly the UK market with its considerably more dispersed ownership structure⁹⁾.

2.3 A common governance structure

The third, and arguably most important, factor underlying the similarities of corporate governance frameworks in the Nordic countries is their strictly hierarchical “governance chain of command”, closely shared between these countries but distinctively different from most other jurisdictions in Europe and elsewhere. This concordance has its roots in the previously mentioned history of legal co-ordination between the countries concerned, which resulted in the emergence of a specific Nordic governance structure broadly along the following lines.¹⁰⁾

Since the early 20th century, the corporate governance frameworks of the Nordic countries have been largely based on the Anglo-Saxon system, with a unitary board accountable to the general meeting. However, already at an early stage, there was a growing recognition of the fundamental difference between the strategic

Nordic countries		European continental countries		UK and USA	
Denmark	74%	France	40%	UK	15%
Finland	60%	Germany	25%	USA	20%
Norway	75%	Italy	65%		
Sweden	65%	Netherlands	48%		
		Spain	46%		

Panel 1: Presence of at least one shareholder controlling more than 20% of votes among the approximately 20 largest listed companies in each country

Sources: EU Member States: European Commission (2007).
The US and Norway: La Porta et al. (1999).

steering and oversight functions of “outside” directors (often the financiers of the business) and the executive functions performed by the directors engaged in the day-to-day management of the company. It was increasingly contended that this separation of roles should be reflected in the legally defined duties and responsibilities of the respective categories of directors. In response to such considerations, in the 1930 revision of their Companies Act, Danish lawmakers decided to distinguish the executive functions from the board and create a new legally defined corporate body separate from but subordinate to the board, and to make this arrangement mandatory for companies exceeding certain size criteria. In Danish practice the executive functions were usually performed by a collective body of senior officers; thus, the new body was defined as an executive board (Danish *direktion*), headed by what would currently be termed a CEO (Danish *administrerende direktør*).

In the decades that followed, this practice was adopted in all the other Nordic countries; however, with the difference that in Finland, Norway and Sweden, the new executive body was defined as a one-person function, today known as the CEO. In all four countries, the members of this executive management function, in the form of either a single-person CEO or a Danish *direktion*, may formally sit on the board but may constitute only a minority of its members. In practice this option is seldom exercised, but most Nordic boards are entirely non-executive. The main exception is Sweden, where the CEO currently is also a board member in slightly less than 40% of all listed companies.

This situation has led to a governance structure that may be schematically illustrated, and compared with the one- and two-tier models largely dominating European corporate governance, as shown in Figure 3. The left-hand side of the figure depicts the two-tier system typically used in jurisdictions with a German civil law tradition but with some variations also prevalent in other parts of Continental Europe. Particularly in its original German version, this system draws a strict line of demarcation between a supervisory board, with primarily oversight and controlling functions, and a management board vested with virtually all executive powers. The decision-making competence of both the general meeting and the supervisory board are basically defined by law, essentially limiting their powers to matters of oversight and control rather than to active participation in the management of the company. The dashed lines in the figure symbolise these limited powers of the superior governance bodies. Instead the model vests strong powers to the management board to run the company largely independently of shareholder influence, which in turn makes the model susceptible to agency problems between the shareholders and both the supervisory and the management boards¹¹⁾.

⁷⁾ For an in-depth discussion of different ownership models and their implications for the governance of companies in the Nordic context, see Sjöstrand et al. (2016).

⁸⁾ European Commission (2007).

⁹⁾ A similar conclusion about the US market on the basis of the La Porta et al. results (as those of several other researchers), is cast in doubt by Holderness (2007). Based on a comprehensive analysis of ownership data of exchange-listed companies in the US vs. a number of Western European and East Asian countries he concludes that the median ownership concentration in US public corporations is no less than that of a corresponding sample of non-US companies (*ibid.*, p. 1389). It should be noted, however, that the bulk of Holderness's analysis is based on a 5% cutoff level for “blockholding”. This may be appropriate as a general measure of ownership concentration but is not very pertinent as an indication of control ownership, at least not in a Nordic or European Continental context. Nonetheless Holderness also briefly reports similar – although weaker – results for 10% as well as 20% cutoff levels. Furthermore, not least after a number of high-profile technology company IPOs since the turn of the millennium, the US market displays a considerable number of tightly controlled listed companies where the controlling owners use dual-class shares to further leverage their control (Gilson, 2014, pp. 105-106). Hence, pending further research on this issue, it seems appropriate to reserve judgement about the prevalence of control ownership among US listed companies.

¹⁰⁾ For a more comprehensive review of this development, see Hansen (2007).

¹¹⁾ For a further comparative analysis of the German vs. Nordic governance models, see Ringe (2016). Although from a conceptual point of view basically affirming the picture outlined here, Ringe contends that in terms of practical application and, to some extent, more recent legal amendments, the two models are in a process of gradual conversion.

The right-hand side of the figure depicts the one-tier-structure predominantly used in jurisdictions based on an Anglo-Saxon common law tradition, primarily the US and the UK. Here, the supervisory/control and executive functions are combined in a unitary board comprising both executive and non-executive directors. This setup entails certain conflict of interest problems between the board and the executive management – problems that underlie some of the key principles of modern corporate governance.

Formally, the general meeting of this model has considerable power to control the board. In practice, however, this power is largely illusory because of the highly dispersed ownership structures typical of markets where this model is predominantly used. As noted above, with no owner holding more than a fraction of the company stock, no single shareholder can be expected to have the incentive and resources necessary to invest the time and money required to exert strong ownership powers. In practice, the result is typically far-reaching delegation of governance powers to the board with only faint shareholder powers remaining to discipline the board to act strictly in the interests of shareholders.

This limited power of shareholders to exert ownership control is symbolised in the figure by a dotted line from the general meeting to the board. Hence, this model also entails significant agency problems. In addition, as a consequence of its composition of a mixture of executive and non-executive directors, the board has an inherent conflict of interest situation vis-à-vis the executive management. This conflict is further exacerbated when, as is often the case in some jurisdictions applying this model, the same person holds the roles of both chair of the board and CEO. Several of the key principles of the US and UK governance approaches are aimed at mitigating these problems (e.g., requirements of independent directors, board committees and lead directors).

The Nordic solution is neither a mixture of nor a compromise between these models. It rather differs distinctly from both in at least three fundamental respects:

- It allocates far-reaching powers to the general meeting to control the governance of the company by placing this body at the top of a hierarchical “chain of command” in which each governance body is strictly subordinate to its next superior body.

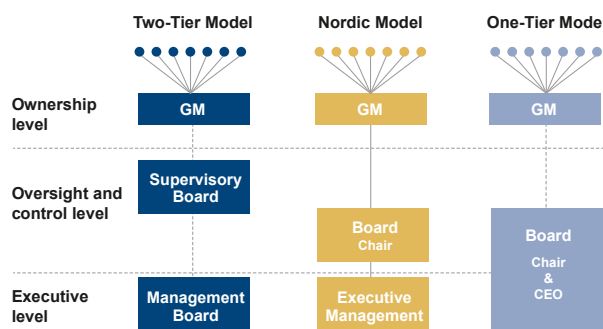


Figure 3: A schematic illustration of the governance structure of the Nordic model compared with the one- and two-tier models, respectively.

Adapted from Lekvall (2014).

- It vests the board with far-reaching powers to manage the company during its term of office. Nonetheless, each individual director, as well as the entire board, may be dismissed by the general meeting at any time and without stated cause, thus ensuring strong subordination and strict accountability of each director and the board as a whole to the shareholders.
- It makes a clear-cut distinction of duties and responsibilities between the mostly altogether non-executive board and the purely executive CEO function¹²⁾, the latter being appointed and dismissed by the board at will at any time and without the need for any stated cause, thus entailing a strict hierarchy that ensures strong accountability.

Hence the solid line throughout the governance chain in the Nordic model, symbolising the strong powers of the general meeting to control the subordinate bodies and enforce its will throughout the governance chain. Another way of expressing this is that the model is less susceptible to agency problems between shareholders and their agents in the form of the board and the executive management than are the two other models discussed. Instead, the Nordic model has other agency problems, primarily those that may occur between the (few) controlling owners and the vast remaining shareholder constituency. We will return to this topic below.

¹²⁾ Or, in Denmark, the executive board.



3. An owner-oriented governance model...

The most distinctive feature of the Nordic governance model is thus that it allows a shareholder majority, in the form of either a single controlling owner or a coalition of smaller shareholders, to effectively control and assume long-term responsibility for the company. The alleged risk of such a system – the potential of strong owners to abuse their powers to extract undue benefits from the company at the expense of other shareholders – is effectively curbed by a well-developed system of minority protection. The result is a governance model that encourages strong owners to invest time and money in long-term engagement in the governance of the company for the purpose of promoting their own interest while simultaneously creating value for the company and all its shareholders.

The underlying philosophy is that shareholders should be in command of their company. The board and executive management are seen as the shareholders' tools for running the company during the mandate period under strict fiduciary accountability to the shareholders for the outcome of their work. This is manifested through a clear and strictly hierarchical governance structure based on four main pillars:

- (i) *Supremacy of the general meeting* to decide on any matters that do not expressly fall within the exclusive competence of any other governance body (which applies to very few issues, one being that the general meeting cannot decide on a higher distribution of profits than what is proposed by the board).

The general meeting may in the Nordic system issue written instructions to the board about how the company should be run, and the board would be legally obliged to follow those instructions. In practice, such “ownership instructions” are never used in listed companies, where the underlying assumption is that they are always to be managed with a view of maximizing long-term value creation. However, ownership instructions are occasionally used in state- or local government-owned companies, as well as some non-listed, privately held companies, all typically characterized by more complex goal structures than those of listed companies.

- (ii) *A board of directors* appointed by and fully subordinate to the shareholders in the general meeting. As already mentioned, Nordic boards are mostly entirely non-executive, i.e., no member of executive management sits on the board, the main exception being Sweden, where the CEO is a formal board member in a significant (currently 38%) – but slowly decreasing – share of the listed companies. In either case the CEO is legally entitled to participate in board meetings unless the board decides differently on a case-by-case basis (for example when it needs to discuss the performance of the CEO). Furthermore, the positions of chair of the board and CEO may never be held by the same person in Nordic listed companies; in Sweden, this is even prohibited by law.

As also mentioned before, the entire board, as well as any individual director, may be dismissed by the shareholders at any time and without stated cause. If occurring during an on-going mandate period, such dismissal requires the summoning of an extra-ordinary general meeting, which normally can occur within a matter of weeks. Hence, in cases of a change of control of a company (e.g., as a consequence of a hostile takeover or a merger), the entire board can immediately be replaced by the new owners.

In accordance with current international standards, through code provisions, the majority of board members are to be independent of the company and company management; this requirement is usually fulfilled in good measure in Nordic boards as a consequence of their predominantly non-executive nature. However, the codes of all four countries except Denmark make a distinction between independence in relation to the company and its management and independence in relation to major owners, with only two board members required to be independent in the latter sense. This distinction reflects the generally held view that major owners should be allowed to largely control their companies, including the right to fill the board majority with their trustees.¹³⁾

¹³⁾ For a more elaborate discussion of the concept of independent directors in the Nordic corporate governance framework, see Hansen (2013).

(iii) *An executive management* function appointed by and fully subordinate to the board and subject to dismissal at will by the board at any time and without stated cause.

As discussed in a previous section, in all countries except Denmark, this function is performed by a single-person CEO, whereas in Denmark it is usually (but not always) composed of a group of people under the chairmanship of a CEO. In a strict corporate governance sense, this difference is of limited consequence since the Danish *direktion* performs the same function, and is appointed by and subordinate to the board in the same way, as the single-person CEO of the other countries. Hence, the Danish setup must not be mistaken for a two-tier structure of the German type but fits well into the overall Nordic structure outlined in Figure 4.

(iv) *A statutory auditor* appointed by and primarily accountable to the shareholders in the general meeting. This appointment is made upon proposal by the board (or its audit committee), except in Sweden, where the shareholder-controlled nomination committee (cf. below) formally proposes the auditor; however, even in this case, the appointment is usually based on preparatory work completed by the board or its audit committee. In either case, the general meeting is never bound by the proposal presented but is perfectly sovereign to make a different decision if it sees fit, although this occurs only rarely in practice.

In the Nordic jurisdictions, the auditor is principally seen as the shareholders' tool for reviewing certain aspects of the work of the board and executive management, primarily the accounts and financial reporting of the company. However, in three of the countries, Norway, Finland and Sweden, the auditor also has the duty to review the administration of the company by the board and executive management. The exact meaning of this duty is subject to some debate, but the general interpretation is that it should not include any assessment of how the company is run from a business perspective

but be confined to ensuring that the company complies with its articles of association, applicable law, and other statutory regulation.

In addition to these “main pillars”, the Nordic governance model includes some further specific features worth highlighting in this context:

- In all four countries, the strong ownership powers just described may be further enhanced by the use of dual-class shares with different voting rights, but with a maximum difference of 1 to 10. This option is used mainly in Sweden (approximately 50% of listed companies), to a lesser extent in Denmark, even less in Finland and rarely in Norway. Rough estimates indicate that approximately 1/4 of Nordic listed companies apply this form of control-enhancing mechanism.
- In Norway and Sweden, the nomination committee is a subcommittee not of the board but of the general meeting. The (code-based) provisions regulating this body differ somewhat between these countries, but common features are that the committee is appointed by the shareholders at the general meeting and that it predominantly comprises representatives of the (usually major) shareholders. The model is gaining increasing ground also in Finland but so far not in Denmark, where the international standard model with nomination committees in the form of a subcommittee of the board dominates.
- In all Nordic countries except Finland, employees have the right – but not an obligation – to be represented on the board. This right is currently used in more or less all Norwegian listed companies, whereas it is exercised in fewer than 40% of Swedish listed companies and even less in Denmark. The reason for the employees of the remaining companies to opt out of this opportunity is typically that they prefer other forms of co-determination.

Employee-appointed directors have the same formal duties and responsibilities as any other board member. However, they can never constitute a board majority; typically they account for up to about 1/3 of the board. Another important feature is that, unlike

some other jurisdictions allowing for employee board representation, the Nordic system requires those representatives to be elected by - and exclusively among - the company's employees, thus shunning the risk of central union political considerations intruding into the board's work.

4. ...balanced by strict minority protection

The obvious risk of vesting control-owners with such strong powers is that those will be used to take advantage of the smaller shareholders by extracting undue private benefits from the company. Hence, the risk of *agency costs* in the Nordic model is more associated with the relationship between the controlling owner(s) and the rest of the shareholder constituency than with that between the shareholders and the board and management. To keep such agency costs within acceptable bounds, the other side of the strong ownership orientation of the Nordic model is an elaborate system for the protection of minority shareholder interests. This system operates through a combination of statutory, self-regulatory and general practice provisions, the most important of which are the following:

- (i) *The principle of equal treatment of shareholders*, which prohibits the general meeting, the board and executive management to take any action rendering undue favours to certain shareholders at the expense of the company or other shareholders. This provision, which appears in the Companies Acts of all Nordic countries with almost identical wordings, is generally referred to as the *General Clause*.

Although similar stipulations can be found in most well-developed corporate governance jurisdictions, the Nordic rule seems to be held in higher esteem among the relevant actors and is more strictly enforced – not least through close scrutiny by fellow shareholders and the media – than what generally seems to be seen elsewhere. In fact, the considerable reputational risk, especially in the relatively small business communities, of being caught off-guard in breach of this principle, may reasonably be considered to make up key factor underlying the functioning of the Nordic governance model.

- (ii) A tradition of strong *individual shareholder rights*, largely pre-empting the provisions of the 2007 EU Shareholders' Rights Directive long before it was introduced.

For example, a single share suffices to have an item included in the general meeting agenda; to participate, speak and vote for this share at the meeting; to file counter-proposals at the meeting to any item on the agenda; and to pose pertinent questions to the board and management and have them duly answered, provided that they can be answered without detriment to the company. A single shareholder can also challenge a general meeting resolution in court on grounds that it is illegal or inconsistent with the company's Articles of Association; in this instance, the court could declare the resolution null and void.

- (iii) *Qualified majority vote requirements* for a number of resolutions by the general meeting of particular potential detriment to minority shareholder interests.

The required levels are 67%, 90% and 100% of the votes cast at the meeting or, for certain resolutions, of the total number of votes of the company. For example, in Sweden, an incentive programme involving the issue of shares or share options to beneficiaries, foregoing the pre-emptive right of shareholders to participate, requires a general meeting resolution with 90% majority of the votes cast at the meeting.

- (iv) *Minority powers* to force certain resolutions at the general meeting, especially on matters regarding shareholders' economic rights. Thus, minorities of typically 5-10% (depending on the country and type of resolution) may require the summoning of an extra-ordinary general meeting, force a minimum dividend to be distributed and have a "minority auditor" or, under certain circumstances, a "special investigator" (requires 25% in Denmark) appointed by the district court or a public authority.

- (v) Long-established, generally endorsed rules and practices for *related-party transactions* based on transparency towards all interested parties

and strict market terms, largely pre-empting the provisions of the amended EU Shareholders’ Rights Directive¹⁴⁾, currently in the process of implementation in the Member States.

- (vi) A generally a high degree of transparency towards shareholders, the capital market and the surrounding society, reflecting a long tradition of transparency in the Nordic societies.

Individually, none of these points may seem very unique in an international perspective, but taken together they make up a comprehensive system, developed and refined through many years of accumulated experience, that appears to largely fulfil its purpose as convincingly proven through both scientific research and more anecdotal, real-world observations.

Perhaps the most manifest research-based evidence is provided by Nenova (2003). In this comprehensive study, encompassing 661 companies from 18 countries with dual-class shares, listed on the world’s 30 largest national capital markets, Nenova determined the median percentage “excess value” of control-block shares to total company market capitalization for all companies involved. Averaging these numbers for each country and grouping the countries according to the La Porta (1998) classification of corporate governance legal systems, her key findings may be summarized as follows:

Type of legal system	Average median excess value of control-block shares
French civil law	23%
Whereof France 27%, Italy 30%, Mexico 37%	
German civil law	16%
Whereof Germany 5%, Switzerland 1.5%	
Anglo-Saxon common law	1.6%
Whereof UK 7%, US 0.7%, Canada 0.5%	
Scandinavian civil law	0.5%
Whereof Denmark 0.3%, Finland 0.5%, Norway 4%, Sweden 0.4%	

As shown in this panel, whereas the value of control-block shares substantially exceeds that of the company as a whole in French civil law jurisdictions as well as

– albeit to a lesser extent – in German civil law jurisdictions, reflecting considerable room for control-owners to extract pecuniary benefits from the companies beyond what is available to shareholders in general, the corresponding numbers for the Anglo-Saxon common law jurisdictions are substantially lower, and for the Nordic civil law jurisdictions close to nil. Nenova attributes these results primarily to the divergent capacities of different legal frameworks to protect minority shareholder value, inter alia through effective law enforcement, strong investor protection and strict takeover regulation.

Another example is the study by Gilson (2005) who, comparing the prevalence of pecuniary private benefits of corporate control in Sweden and the US with that of a number of other countries, including Italy, Mexico and some Southeast Asian countries, found significantly less of such behaviour in Sweden and the US than in the benchmark jurisdictions. Gilson concludes that the relevant dichotomy is not, as has often been asserted, between widely and tightly held shareholder structures but between “good law” and “bad law” jurisdictions, attributing Sweden and the US to the first category. This conclusion may be reasonably generalized to the entire Nordic region.

More practice-based and anecdotal evidence is provided by the observation that it is a wide-spread, and often quite successful, investment strategy among retail shareholders in the Nordic countries to “ride on the back” of major control-owners. The assumption is that those owners will have the incentive, competence and resources to tend meticulously to the prosperity of their companies, thus creating value for all shareholders. One may also point to the strong interest of foreign institutional investors, often critical to control ownership in their home markets, in investing in Nordic control-owned companies.

5. Sustainability aspects of the Nordic model

The concept of sustainability has been subject to intense debate in management theory and practice for several decades. However, the concept still arouses considerable controversy within academia as well as among business practitioners with regard to its purport and implications for corporate governance.

¹⁴⁾ Directive (EC) 2017/282.



One reason for this debate may be found in the ambiguity of the term itself, given that its connotations seem to vary substantially between different contexts. Even within the limited scope of the corporate sector, sustainability in the sense of certain aspects of a company's activities being enduring over time (e.g., a long-lasting product line, business strategy or ownership structure) fundamentally differs from sustainability in the sense of the impact of a company's activities on its social and physical environment to ensure in the eyes of these constituencies (Aras and Crowther, 2008). In the latter meaning, the concept is often referred to as "corporate sustainability", which is also the term used here to distinguish it from the first meaning above.

Based on this distinction, in this section we first discuss the sustainability of Nordic corporate governance in the sense of the prospects of the model per se to prevail over time, and then explore its possible implications for the corporate sustainability performance of Nordic companies.

5.1 Will the model prevail?

As noted earlier in this article, for quite some time the Nordic model has been subject to considerable challenges from mainly two sources: one caused by vastly increased foreign ownership in the Nordic stock markets, mainly in the form of US- and UK-based institutional investors with a predominantly Anglo-Saxon corporate governance background, the other by an active corporate governance harmonization agenda pursued by the European Commission, often resulting in regulatory measures poorly in line with governance rules and practices in the Nordic jurisdictions.

Not least in Sweden, this has led to a vivid debate at least since the turn of the century about a more or less inevitable convergence of the Swedish control ownership model towards the Anglo-Saxon model – an offshoot of the broader international so-called convergence theory, see e.g., Söderström, ed. (2003) and Henrekson and Jakobsson (2003). A strong argument for this convergence, maintained particularly by the latter authors, has been a successively eroding capital base of Swedish control owners in relation to the total stock market capitalization, leading to an increasing deficit of

financial capacity to defend their ownership positions on an increasingly globalized market for corporate control. However, in another study about a decade later, the same authors found that no such change had occurred to any decisive extent: although the "old" blockholding owners had decreased their share of control of the Swedish equity market, the dramatic surge of the Swedish stock market in the period 1980-2000 had created a number of new fortunes of significant size, thus broadening the capital base for the Swedish ownership model (Henrekson and Jakobsson, 2012).

In this latter study the authors point at two additional forces that have increasingly challenged the Swedish model, i.e. the increased prevalence of subsidiaries of major foreign companies and the rapidly growing role of private equity ownership in the Swedish market. They further contend that the on-going EU regulation agenda continues to erode the Swedish model by inflicting upon it Anglo-Saxon-based governance principles that tend to undermine the basis for control ownership. Overall, the threats to the survival of the Swedish model are far from over, a conclusion that may be assumed to apply, to a greater or lesser extent, to the entire Nordic region.

Notwithstanding this, thus far the Nordic model seems to have basically endured and remained in reasonably good shape (Thomsen and Conyon, 2012). To what extent this situation will endure henceforth, however, remains to be seen. Gilson (2014), commenting on the Nordic model in an independent chapter of the report underlying this article, provides some interesting observations about this issue. Gilson finds no general evidence supporting the convergence theory, as he points to a number of recent IPOs of major listed companies on the US stock market, especially in the IT sector, where the original entrepreneurs maintain tight control of their companies through dual-class shares and other control-enhancing measures, and to the dramatic increase in institutional ownership in both the US and Nordic markets for a long time. Hence, Gilson speculates, the relevant issue may be whether we will see a convergence of shareholder distribution within markets rather than of ownership distribution between markets, possibly leading to a situation where both ownership models will thrive side by side in the same markets.

5.2 CSR/corporate sustainability¹⁵⁾ implications of the model

Although the concepts of corporate social responsibility (CSR) and corporate sustainability have been subject to extensive academic research for many years, these activities do not appear to have produced an abundance of studies focusing specifically on the relationship between these concepts and corporate governance. However, some notable exceptions are the contributions of Salzmänn et al. (2006), Aras and Crowther (2008), and Jamali et al. (2008), as well as, more recently, those of Rahim (2013), Roe and Tilt (2015) and Gelter (2016). Furthermore, Thomson and Croydon (2012), and Strand et al. (2015), add some specifically Nordic aspects to this discussion. Altogether these studies may be said to provide at least an embryo of a theory of the interrelationship between corporate governance and CSR/corporate sustainability. Some key elements of such a theory, with specific relevance in the Nordic context, are the following:

- The concepts of corporate governance and CSR/corporate sustainability are closely interrelated in a two-way manner. There are different ideas about the exact nature of this relationship; however, having analysed various propositions in this respect, Jamali et al. (2008) conclude that corporate governance “is a necessary pillar for a genuine and sustainable CSR orientation” (ibid., p. 257).
- CSR is intrinsically associated with a long-term vision of the company, aimed at ensuring that its business prevails over time (Jamali et al., 2008; Aras and Crowther, 2008). Hence the concept is closely related to the notion of License to Operate, according to which a company is seen as an integral part of the society in which it operates and thus must conform to the norms and values prevailing in this society so as to ensure its legitimacy in the eyes of its various stakeholders (Salzmänn et al., 2006; Rao and Tilt, 2015).
- Transparency, along with accountability and honesty, is a crucial source of the vigour of a company’s CSR performance (Jamali et al., 2008). Hence, reporting on its activities in this respect (also referred to as corporate social disclosure, CSD) to its pertinent stakeholders is a key element of a company’s sustainability

performance. It may in fact be seen as an expression of the company’s accountability to its stakeholders (Rao and Tilt, 2015).

- Analysing the possible impact of employee board participation on the company’s CSR performance, Gelter (2016) distinguishes between internal and external CSR, where the first concept relates to the company’s conduct towards stakeholders with which it has a long-term relationship, notably its employees, and the second to various types of externalities produced by its operations. Gelter’s overall conclusion is that employee board participation is generally associated with a higher level of internal CSR, whereas its impact on external CSR is unclear and may go in both directions.
- Several researchers also point at the predominantly voluntary nature of CSR behaviour (Jamali et al., 2008; Rahim, 2013; Rao and Tilt, 2015). However, Gelter (2016) notes that this applies primarily to the external aspects of CSR, whereas internal CSR is usually more rule-based (e.g. through legal requirements of employee board representation). Nonetheless, at least with regard to external CSR, self-regulation rather than law or other statutory rule-making is the predominant regime for setting norms and standards within the field (Rahim, 2013).¹⁶⁾

As should be evident from this article, the above-mentioned elements are all salient features of Nordic corporate governance. It therefore seems warranted to assert that this governance framework provides – paraphrasing Jamali et al. (2008) – a solid pillar for a genuine CSR/corporate sustainability orientation among companies: The Nordic ownership model typically entails a long-term vision by major owners of their companies, founded not only on strong incentives to tend meticulously to their investments but also on a general drive to endure as long-term corporate owners, views

¹⁵⁾ There is a certain ambiguity in the literature of the field as to the relationship between the concepts of “Corporate Social Responsibility (CSR)” and “Corporate Sustainability”. To avoid risks of misinterpretation, in the ensuing discussion the terminology generally used in each study referred to is also adopted in the discussion of its findings, thus leaving to the reader to assess the degree of alignment or misalignment between the two concepts in this context. Where no clear distinction is made between the two concepts the term “CSR/corporate sustainability” is used.

¹⁶⁾ A notable exception is the EU Directive on Non-Financial Reporting (2014/95/EU), recently implemented in the Member States.



closely reminiscent of the License to Operate notion.¹⁷⁾ Furthermore, transparency is a long-lasting hallmark of Nordic corporate governance, employee representation on corporate boards is a well-established feature of the Nordic governance framework (except in Finland), and self-regulation plays a prominent role in the corporate governance regulatory regimes of the Nordic countries.

To what extent those ostensibly favourable preconditions have in fact brought forth stronger CSR/sustainability performance among Nordic companies than in their counterparts operating under other governance regimes largely remains to be proven. Yet there are a few studies indicating that this may indeed be the case to some extent. For example, Strand et al. (2015), referring to a variety of international measurements and rankings of CSR and sustainability performance at both company and country levels, as well as to other studies of CSR and sustainability behaviour of Scandinavian companies, conclude that “pretty much any way one measures it, Scandinavian countries and Scandinavian companies lead the world in strong CSR and sustainability performance”. Also, Liang and Renneboog (2017), based on data comprising CSR ratings of more than 23,000 companies from 114 countries spanning 123 industries, and applying essentially the same classification of legal systems as the one used in the aforementioned Nenova (2003) study, found that companies from civil law countries generally scored higher on CSR performance than companies from common law countries, with Scandinavian civil law-based companies showing the highest level of CSR.

Notwithstanding this, since the findings of the two studies quoted above appear largely based on ranking lists of arguably debatable methodological stringency, it must be considered still unclear to what extent Nordic companies in general may outperform their counterparts from other parts of the world in terms of CSR/corporate sustainability performance. Hence further research will be needed to answer this question with any reasonable degree of certainty.

¹⁷⁾ It is therefore no coincidence that the two primary corporate governance self-regulatory norm systems in Sweden, the Swedish Corporate Governance Code for listed companies, administered by the Swedish Corporate Governance Board, and the Guidelines for Good Board Practice, administered by the Swedish Academy of Board Directors and mainly directed towards non-listed SMEs (only available in Swedish), both refer implicitly or explicitly to this notion in their recommendations regarding CSR/corporate sustainability.

6. Conclusion – the essence of Nordic corporate governance

As should be evident from this article, and the study underlying it, the corporate governance frameworks of the four major Nordic countries resemble one another to an extent that makes it warranted to talk about a joint Nordic corporate governance model. This model is based on three largely shared determinants of how corporate governance is practiced in a jurisdiction:

- Closely resembling social, cultural and regulatory frameworks.
- Similar prevailing ownership structures of listed companies.
- A common governance structure, distinctly different from those of other jurisdictions.

The essence of the model may be summarized as follows:

It is a model designed to allow strong owners to largely control their companies while maintaining an effective system for the protection of minority shareholders rights, the underlying rationale being that such owners, who often have all or major parts of their fortune invested in one or a few companies, generally have strong incentives, high competence, and sufficient resources to engage actively in the governance of their companies, typically with long-term value creation as the prime driving-force, to the benefit of themselves as well as all shareholders – provided possibilities to use their strong powers to extract undue private benefits from the company are effectively curbed.

Although the model has been subject to substantial pressure to converge towards primarily the Anglo-Saxon governance model, it appears thus far to have endured basically intact, continuing to render competitive advantage to Nordic companies in global markets while ostensibly also providing some favourable preconditions for socially responsible corporate behaviour. 

References

- Airaksinen, M., Berglund, T., & von Weymarn, T. (2014). Corporate Governance in Finland. In Lekvall, P. (ed.). *The Nordic Corporate Governance Model*. SNS Förlag.
- Aras, G. & Crowther, D. (2008). Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision* 46:3, 443-448.
- European Commission (2007). *Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies*. ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/study/final_report_en.pdf.
- Gelter, M. (2016). Employee Participation in Corporate Governance and Corporate Social Responsibility. Law Working Paper 322/2016 in ECGI Working Paper Series in Law. European Corporate Governance Institute.
- Gilson, R. J. (2005). Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy. *Harvard Law Review* 119:6, 1641-1679.
- Gilson, R. J. (2014). The Nordic Model in an International Perspective: The Role of Ownership. In Lekvall, P. (ed.). *The Nordic Corporate Governance Model*. SNS Förlag.
- Hansen, J. L. (2006). Catching up with the Crowd, But Going Where? *International Journal of Disclosure and Governance* 3:3, 213-232.
- Hansen, J. L. (2007). A Scandinavian Approach to Corporate Governance. *Scandinavian Studies in Law* 50.
- Hansen, J.L. (2013). Active Owners and Accountable Directors. In Birkmose, H., Neville, H. & Sørensen, E. (eds. 2014). *Boards of Directors in European Companies – Reshaping and Harmonising Their Organisation and Duties*, 243-261. Wolters Kluwer, Law and Business.
- Hansen, J.L. & Lönfeldt, C. (2014). Corporate Governance in Denmark. In Lekvall, P. (ed.). *The Nordic Corporate Governance Model*. SNS Förlag.
- Henrekson, M. & Jakobsson, U. (2003). The Transformation of Ownership, Policy and Structure in Sweden: Convergence Towards the Anglo-Saxon Model? *New Political Economy* 8:1, 73-102.
- Henrekson, M. & Jakobsson, U. (2012). The Swedish Corporate Control Model: Convergence, Persistence or Decline? *Corporate Governance: An International Review* 20:2, 212-227.
- Ilmonen, K. (2016). Dynamics of EU Corporate Governance Regulation – Nordic Perspectives. University of Helsinki.
- Jamali, D., Safieddine, A.M., & Rabbath, M. (2008). Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Synergies and Interrelationships. *Corporate Governance: An International Review* 16:5, 443-459.
- Jonsson, E.I. (2016). Iceland and the Nordic Corporate Governance Model. *Góðir stjórnarhættir* 1, 22-26. Online at https://issuu.com/acceleratebusiness/docs/g____irstj__marh__ttir_mars16_7b2fc13fb2ae15.
- Knudsen, G. & Norvik, H. (2014). Corporate Governance in Norway. In Lekvall, P. (ed. 2014). *The Nordic Corporate Governance Model*. SNS Förlag.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, F. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance* 54 (2), 471-517.
- Lekvall, P. (ed., 2014). *The Nordic Corporate Governance Model*. SNS Förlag.
- Liang, H. & Renneboog, L. (2017). On the Foundations of Corporate Social Responsibility. *Journal of Finance* 72:2, 853-910.
- Nenova, T. (2003). The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis. *Journal of Financial Economics* 68, 325-351.
- Rahim, M.M. (2013). Corporate Social Responsibility, Corporate Governance and Corporate Regulation. In *ibid*. *Legal Regulation of Corporate Social Responsibility: A Meta-Regulation Approach of Law for Raising CSR in Weak Economies*. Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
- Rao, K. & Tilt, C.A. (2015). Corporate Social Responsibility: The Role of Diversity, Gender, Strategy and Decisions-making. *Journal of Business Ethics*. DOI 10.1007/s10551-015-2613-5. Online at <http://link.springer.com/article/10.1007%2Fs10551-015-2613-5#page-1>.
- Ringe, W-G. (2016). German Versus Nordic Board Models: Form, Function and Convergence. *Nordic Journal of Business* 65:1, 29-40.
- Salzmann, O., Ionescu-Somers, A., & Steger, U. (2006). Corporate License to Operate (LTO) – Review of the Literature and Research Options. Forum for Corporate Social Management, IMD – International Institute for Management Development.
- Sjöstrand, S-E., Berglund, T., Grönberg, L., Kallifatides, M., Poulsen, F., Pöyry, S., & Sigurjonsson, O. (2016). *Nordic Corporate Governance: An extensive in-depth study of corporate governance and board practices in 36 large companies*. Stockholm School of Economics Institute for Research (SIR).
- Skog, R. & Sjöman, E. (2014). Corporate Governance in Sweden. In Lekvall, P. (ed.). *The Nordic Corporate Governance Model*. SNS Förlag.
- Thomsen, S. & Conyon, M. (2012). Stakeholder governance in Scandinavia. In *Corporate Governance: Mechanisms and Systems*, 285-305. McGraw Hill.
- Thomsen, S. (2016a). The Nordic Corporate Governance Model. *Management and Organization Review* 12:1, 189-204.
- Thomsen, S. (2016b). Nordic Corporate Governance Revisited. *Nordic Journal of Business* 65:1, 4-12.
- Strand, R., Freeman, R.E., & Hockerts, K.J. (2015). Corporate social responsibility and sustainability in Scandinavia: An overview. *Journal of Business Ethics* 127:1, 1-15.
- Söderström, H.T. (2003). Ett systemskifte för Europa och Sverige? In *Ågarmakt och omvandling. Den svenska modellen utmanad*. SNS Förlag (available only in Swedish).

The Role of the Board Secretary – A Short Practical Guide

Nearly every listed company has a Board Secretary. Yet in Sweden, as in many other countries, such role is neither defined nor required by applicable law. Instead, the role is defined by historical practice and custom which must be learned on the job and from shared experience. The authors each serve as Board Secretary for their respective company. In this article, they share some “tribal knowledge” and practical advice for other in-house attorneys who are new to the role of Board Secretary. They also aim to give inspiration to Board Chairs on how they can extract greater value from their Board Secretaries beyond just taking the minutes.

This article was previously published in Balans Fördjupning nr 2/2019.



Brian Belanger
General Counsel, Husvarna AB



Håkan Osvald
General Counsel, Atlas Copco AB



Annika Bäreemo
General Counsel, Saab AB

1. Who normally serves as “Board Secretary” and why?

Although a number of CFO’s act as Board Secretaries, this role is typically filled by the Company’s General Counsel (herein, the “GC”). This is because GC’s are typically skilled at synthesizing the complex information/discussions at Board meeting into short, accurate minutes, and to do so with a sound grasp of good corporate governance principles and stock-exchange requirements. The remainder of this article assumes that it is the GC acting as Board Secretary.

2. How is the Board Secretary formally appointed?

There is no statutorily prescribed mechanism, but such appointment can be memorialized in the Board’s Rules of Procedures, which are typically adopted annually as part of the statutory Board Meeting. The Board Chair (with input from the CEO) normally makes the decision

of “who” acts as Board Secretary. However it is not uncommon that the role is simply inherited from one GC to the next.

3. To whom does the Board Secretary report?

As a functionary of the Board, the Secretary should take direction and instructions primarily from the Board Chair. At the same time, most Board Secretaries are Company employees who report to the CEO. As such, the Secretary must be diligent to ensure alignment with both the CEO and Board Chair (see Question 18, below). Finally, the Secretary should be a resource to the whole Board. Thus, if the Secretary receives questions from individual Board members, such questions should be answered directly and transparently, but (in the absence of a request for confidentiality) should be informed to the Chair.

4. What are the duties of the Board Secretary?

The most fundamental duty of the Board Secretary is, of course, to take accurate minutes of the Board Meetings, and to see that such minutes are timely circulated and approved (See Question 12-15 below). In addition, the Secretary has a number of ancillary “administrative” duties, such as assisting the Chair and CEO with:

- Preparing the annual board plan (i.e., meeting dates and agenda items to be covered),
- Preparing and distributing meeting agendas (to, among other things, ensure that all topics to be covered by the annual Board plan are scheduled),
- Preparing and distributing Board Meeting Books (so-called “Pre-Reads”),
- Onboarding new Board members (e.g., providing background materials and information on how the Board works, as well as information/training regarding regulatory obligations),
- Preparing and organizing “board trips”,
- Archiving Board materials (e.g., by using NASDAQ’s Directors Desk), and
- Maintaining an “open issues” list (i.e., all action items assigned by the Board to be followed-up on by management).

5. What is not the role of the Board Secretary?

The Board Secretary is not a member of the Board and should not presume to act as one. Thus, unless prompted to do so by the Chair, the Secretary should generally refrain from active participation in Board discussions (other than on matters of law and procedure, or where the Secretary is otherwise responsible for a given presentation). The Board Secretary should also avoid being responsible for purely logistical matters (e.g., room bookings, taxis, phone lines, etc.), but should ensure someone else, such as an administrative assistant, is taking care of those matters.

6. How can the Board Secretary add “value” beyond taking the Minutes?

If constrained to taking the minutes and the other “ancillary” matters discussed above, the role of the Board Secretary is quite limited in nature. However, in the our view, the role should be expanded to include a number of additional duties (as noted in Questions 7-10 below),

thereby providing additional value to the Board, and making the role of the Secretary more interesting and meaningful.

7. Should the Secretary act as “Editor” of the Board Materials?

Yes. The Secretary should review and if needed edit all Board Materials (Pre-Reads) before they are sent to the Board. There are two main purposes of such editorial review. First, to make sure that all materials are in a good and consistent format (i.e., have a title that corresponds to the agenda item, are kept to reasonable length, are free from major typographical errors and have an executive summary). Second, and more importantly, to improve the quality of the materials. The truth is that many Board presentations are too long, too detailed, and assume a level of pre-existing knowledge on the subject that is not there. The Secretary is uniquely situated to play the role of a Board member reading the materials for the first time, by asking basic questions such as:

- *Do I understand the purpose and context of this presentation?*
- *What is actually being asked of the Board (is it a decision or for information only)?*
- *Are the key messages transparent?*
- *Do I understand all the acronyms used and charts presented?*

A rigorous editing process may initially be resisted by others in management (“why is the lawyer messing around with my document?”), but in the long-run will be appreciated as helping to make the author look better, as well as saving the Board time and frustration.

8. Is the Board Secretary also the Board’s “Lawyer”?

In a word, yes (at least if the Secretary is also the GC). It is generally expected that the Board Secretary is well-versed in all laws, regulations and principles that impose any duties on the Board of Directors. This would include the Swedish Companies Act, the Swedish Corporate Governance Code, the Annual Accounts Act, the EU’s Market Abuse Regulations (MAR) and applicable Stock Exchange rules. Of course, not all questions can be answered on the spot and an honest “*I don’t know the answer to that question, but I will look into it and get*



back with a clear response as soon as possible” is better than guessing wrong. In addition, the Board Secretary will often report from time to time on legal and compliance matters (e.g., periodic report on major litigation, etc.), in her/his capacity as the functional head for Legal Affairs.

9. Should the Board Secretary give periodic “Training” to the Board?

Yes, but in moderation. Most Board members are seasoned business persons who have long experience with the applicable regulatory framework governing Board work -- but this is not always the case. Periodic training by the Secretary (especially if done on an optional basis, outside the normal Board meetings) is often welcomed by newcomers, and a good refresher for veterans. The Secretary should also provide training in the event of major new legislation, for example, the new duties imposed on “Persons Discharging Managerial Responsibility” that came into effect under MAR in 2016 or the recently enacted Shareholder Rights Directive II. Finally, periodic training on the Company’s compliance policies (e.g., Code of Conduct) is a good practice, not least of which to demonstrate an “effective compliance program” for purposes of the U.S. Federal Sentencing Guidelines, which have international reach.

10. What role should the Secretary play relative to “Inside Information”.

Under the EU’s Market Abuse Regulation (MAR), whenever “inside information” is deemed to exist, the Company must promptly disclose such information or make a determination that the conditions for delaying disclosure of such information are satisfied, including the establishment of a log-book. Board decisions can often create such “inside information” and the Board Secretary should be prepared to flag such occurrences and to assist in the determination of when a disclosure is required and whether a delay of disclosure is permitted. The Secretary should also take the lead role in maintaining any required log-books (in the event of delayed disclosure of inside information) and keeping the Board informed of the same.

11. How can the Secretary support in the Board Evaluation Process?

The Swedish Corporate Governance Code requires that Boards of listed companies annually evaluate their work, using a systematic and structured process, with the aim of developing the Board’s working methods and efficiency. The results of this evaluation are to be reported to the Nomination Committee and are a key input to the Nomination Committee’s recommendations as to Board composition at the annual Annual General Meeting (AGM). Such evaluations can be done either using an external service provider or using internal resources. In the latter case, the Secretary can play a key role in facilitating such evaluation by acting as the sole hub/aggregator of all inputs provided by individual board members (typically in response to a written questionnaire). With the Chair’s consent, the Secretary may also be asked to give direct input on the Board’s work. Of course, the best manner for a Secretary to give feedback to the Chair is to have the level of trust and honesty to do so directly and informally.

12. What should the Board Minutes contain and how detailed should they be?

In our view, Board minutes should be kept as short and objective as possible. In terms of length, minutes might be in the range of 4-5 pages for a full-day meeting. Thus, while the Board minutes should not record everything discussed (other than formal decisions), whatever is recorded must be true. The level of detail might also change depending on whether excerpts of the minutes will need to be provided to an external party (e.g., a to a Bank as part of a financing transaction, or a to counterparty in an M&A deal). The minutes should also clearly distinguish between what is a final decision, vs. a conditional decision vs. a mere “directional support” for a given initiative. The minutes should also list “action items” (i.e., instructions to management to follow-up on a given matter or take a specific action), including “who” is responsible, and the applicable “due date” for such action item. A list of such action items is typically kept in a running “open issues list” maintained by the Secretary.

13. What should the minutes not contain?

In general, Board minutes should not contain all details on the discussions leading up to a given decision (beyond a certain modicum of context necessary to enable Board members to recall the discussion and provide context for the decision or action item). Also, in most cases, it is better to attribute a specific comment to the Board as a whole, i.e., “*the Board raised a concern that*”, rather than to a specific member of the Board, i.e., “*Bengt raised a concern that...*”. Minutes should **not** include matters that were not actually discussed or decided at the meeting (i.e., no retroactive back-dating). They should also generally **not** include comments that were clearly speculative or inflammatory in nature – this especially in light of the fact that, on occasion, Board minutes may need to be shared with governmental authorities or potentially adverse parties. (See question 16, below).

14. What is the process by which minutes are approved?

There are no firm rules here, but in our experience, the Board Secretary typically creates a first draft of the minutes and, perhaps after getting comments from the CEO, sends it to the Chair and any other Board members appointed as minute checkers (there must be at least one in addition to the Chair). Ideally, this should be done within a few days after the Board meeting when memories are still fresh. After receiving comments, a new version is then prepared and signed by the Board Secretary and then circulated for signatures by the Chair and the other minute checker(s). While it is common for such minutes to be approved by the full Board at the succeeding meeting, this actually has no legal effect (the minutes being deemed final upon their approval by the Chair and minute checkers).

15. Where are the minutes archived?

It is common practice to archive the final minutes (as well as all supporting materials and appendices) on a document management system such as NASDAQ’s *Director’s Desk*. The actual uploading and management of such system is typically managed by an administrative assistant (i.e., the GC’s assistant or the CEO’s assistant). It is good practice to archive only those supporting mate-

rials that were actually provided to the Board or shown at the meeting. If materials were prepared but never shown to the Board, those should not be included in the formal Board archive (or at least should be archived separately).

16. Who is entitled to see the minutes?

In addition to the Board Members, there are a number of internal and external stakeholders who may have a legitimate need to see the minutes. This would include the Company’s external auditors, and internal audit function. Relevant portions of minutes may also need to be shared with third parties in connection with commercial transaction. For example, a third-party bank may need to see the relevant banking resolutions in connection with a structured financing, or a counterparty in an M&A transaction may require to see resolutions approving a specific deal. Finally, the minutes may, in some instances, have to be disclosed to potentially adverse parties such as a counterparty in litigation (e.g., via discovery) or to a governmental regulator. An example of the latter would include merger control authorities who may have the right to review board materials evaluating a given transaction in terms of market share and potential effect on competition (so-called “Item 4(c)” documents, in U.S. terminology). Given the highly sensitive and confidential information of Board Materials, it is important that the Board Secretary act as a gatekeeper to ensure that the minutes are only shared with those parties who are entitled to see them and, even then, only to the extent necessary.

17. How are “non-unanimous” decisions documented?

That is a good question, as none of us has been faced with the situation where there is a non-unanimous decision. Perhaps this is a reflection of Swedish corporate culture, but in our experience, decisions are either supported by the entire Board, or are not taken at all. One way to memorialize this is to add a statement at the end of the minutes to the effect that “It was noted that all decisions were taken unanimously”. Despite the foregoing, it should be noted Board members do have the formal right to have their dissenting opinion noted in the minutes.



18. What are common “pitfalls” to avoid as Board Secretary?

The possibilities are endless, but here are some of the most common pitfalls:

- **Not Being Aligned on the Scope of Role.** All of the roles described in this article (beyond taking the minutes) are ones that should only be undertaken at with the consent and approval of the Chair and CEO. An alignment on the expectations of the Board Secretary should thus be done early on, and should be periodically checked with the Chair.
- **Getting cross-wise between the CEO and Chair.** In well-functioning companies, the CEO and Chair are generally aligned, meaning that there is no divergence of expectations. However, it is important for the Secretary to avoid getting caught in the middle of a difference of opinion. The best way to avoid this is constant and transparent communications with both the CEO and Board Chair. At the end of the day, the GC has a duty to represent the shareholders as a whole (who have, in turn, appointed the Chair) so if push comes to show there is where your loyalty must be. But the best practice is to avoid being caught in such any conflict situation – be pro-active!
- **Sending out the Wrong Material or Sending it out Late.** Board materials are often dense and long. The Secretary can play a key role in setting firm deadlines internally for the assembly and distribution of materials, to ensure the Board has ample time to review. Sending materials late and/or sending the wrong or multiple versions of the same materials is not the path to a happy Board.
- **Having Tech-Problems at the Board Meeting.** Board members are typically busy people who have high expectations and little patience for when the projector screen doesn't work, where the teleconference numbers are wrong, or when there is no Wi-Fi available. Thus, while the Secretary should not be the “IT guy”, the Secretary should make sure an “IT guy” is on site.
- **Being Late with the Minutes.** Minutes should be prepared and circulated as soon as possible following a given Board meeting, when the meeting is still fresh in everyone's minds. Sending out minutes three weeks after a Board meeting is bad form, and inefficient. Also, by that time, many of the “action items” reflected in the minutes may have become moot.
- **Not Raising the Red Flag when Needed.** It should always be remembered that the Board Secretary, as GC, has a fiduciary duty to act in the best interests of the Company's shareholders and must maintain a sufficient degree of independence to do so. In fact, the Chair should demand that the Secretary exercise such independence by raising a red flag any time there is a legitimate concern with a given course of action (or inaction). This protects the Chair, the CEO and the entire Board (as well as the GC). ◀

KOLLEGIET
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Väpnargatan 8, 6 tr | 114 51 Stockholm

www.bolagsstyrning.se