

# Värdeskapande bolagsstyrning

## *Ny policy ska stärka de mindre aktieägarnas röst*

Bolagsstyrning är ett område som har genomgått stora förändringar de senaste åren. För att stärka de mindre aktieägarnas röst på den svenska kapitalmarknaden har Aktiespararna lanserat en ny ägarpolicy som bland annat adresserar styrelsenominering, valberedningar vid bolagsstämman, uppköpsregler, riktade emissioner och hållbarhet. I denna artikel belyser Sophie Nachemson-Ekwall huvuddragen i policyn.

**N**är Aktiespararna 1993 gav ut den första svenska ägarpolicyn för börsnoterade företag sattes för första gången ägarnas roll för utvecklingen av den svenska börsbolagen i fokus. Nu kommer Aktiespararna med en väsentligt uppdaterad policy.<sup>1</sup> Det behövs. Omvärldens förväntningar på näringslivet och börsbolagen har ökat och den svenska aktiemarknaden har förändrats.

**SJÄLVA POLICYN ÄR** på 120 sidor med över 200 krav och rekommendationer. Att den är så omfattande, en ägarpolicy är ofta endast ett tjugotal sidor, beror på att förändringarna inom bolagsstyrningsområdet varit så genomgripande de senaste åren. Mängden regler från EU – revisionspaketet, aktieägarrättsdirektivet, MAR, finansinstitutens solvensregler och krav på hållbarhetsredovisning, bara för att nämna några – såväl som uttalanden från självregleringens olika organ har vuxit lavinartat de senaste åren. Det gör att de noterade bolagen och aktieägarna inte längre har överblick. På många områden hänger inte längre aktiebolagslagen, alla EU-regler och självregleringen ihop.

Policyn består av två delar. Del 1 beskriver utvecklingen på den svenska ägarmarknaden, vad som hänt internationellt på bolagsstyrningsområdet, omvärldens förhållningssätt till hållbarhet och alla nya småbolagslistor. Del 2 innehåller Aktiespararnas syn på årsstämmans roll, bolagets styrelse, valberedningarnas sammansättning, riktade emissioner, uppköpsregler, ersättningsprogram till ledande befattningshavare och anställda.

I arbetet med policyn har det blivit allt tydligare hur viktig

Aktiespararnas röst är, med sina 70 000 medlemmar. I Sverige utgör de enskilda aktieägarna, större såväl som mindre, en avgörande resurs vad gäller näringslivets tillgång till riskkapital och långsiktigt ägande och därmed för bolagens långsiktiga tillväxtpotentialer. Det gäller särskilt i de mindre och medelstora bolagen, som har stor betydelse för att det ska skapas nya jobb när de stora bolagen rationaliserar. Då spelar det mindre roll att de enskilda svenska aktieägarna 1990 stod för 18 procent av ägandet på börsen, men nu har en andel på elva procent. Aktier och andra värdepapper byter inte bara ägare i stora och medelstora, ofta väl genomlysta, bolag på Nasdaq Stockholm. Ytterligare 500 mindre bolag finns på andra marknadsplatser, med tusentals aktieägare. Där saknas ofta institutionella investerare och utländska aktörer. Parterna på aktiemarknaden, i form av bolagen, familjer, institutionella investerare och finansinstitut såväl som statsmakten genom regelsättande och beskattningsrätt, har därför ett gemensamt intresse av att det enskilda aktieägandet är starkt. Det gör det nödvändigt att då och då påminna omvärlden om de tre pelare som Aktiespararnas ägarpolicy och de mindre aktieägarnas tilltro till att vilja agera på aktiemarknaden vilar på:

- *Likabehandling av olika aktieägargrupper.* Enskilda aktieägare behöver kunna känna delaktighet och likabehandling vid bolagets kapitalanskaffning, ha tillgång till likvärdig information och möjlighet att utöva sin rösträtt på stämman.
- *Ett långsiktigt förhållningssätt till värdeskapande.* Enskilda aktieägare måste kunna lita på att styrelsers och ledningars arbete syftar till att bygga aktie-

ägarvärden på ett hållbart och uthålligt sätt i de bolag de ansvarar för.

- *Att bolag har engagerade och aktiva ägare.* Enskilda aktieägare behöver kunna lita på att det finns en sund balans i inflytande från stämman, styrelsen, ledningen och revisorerna. Större ägare som en entreprenör, familj, institution eller riskkapitalist har ett särskilt ansvar för att så sker.

Nedan tar jag upp några områden där Aktiespararnas ägar-policy är särskilt nytänkande när det gäller svensk bolagsstyrning, självregleringen genom Kodan, börsens regelverk och aktiebolagslagen. Dessa är: (1) De mindre aktieägarnas röst i självregleringen; (2) Stopp för riktade emissioner utan stämmobeslut; (3) Översyn av styrelsens ansvar enligt ABL – uthållig vinst och hållbarhet; (4) Fler från ägarna oberoende ledamöter samt; (5) Låt stämman utse valberedningen.

**1 De mindre aktieägarnas röst i självregleringen**  
Sverige har en lång tradition av självreglering, där aktiemarknadens olika intressenter går ihop för att enas om vad som är god sed på aktiemarknaden. Självregleringen har fördelen att den förändras snabbt och är flexibel och anpassningsbar. Lagstiftning, som är mer tungrovt, skapar å sin sida en fördel av att den är förutsägbar och möjliggör tydliga påföljder. Det gör att självregleringen alltid måste vara både proaktiv och lyhörd för omvärldens utveckling. Självregleringens roll utmanas och förändras när aktiemarknaden internationaliseras, det kommer en mängd nya, ofta internationella regler, antalet små bolag ökar och utländska investerare, även utländska bolag, dyker upp som aktiva ägare. Självreglering får därför aldrig bli ett självändamål. Sviktat tilliten framstår lagstiftning som ett bättre alternativ.

En rad exempel vittnar om att förutsägbarheten saknas. Hit hör kringgående av budpliktsregler när den tyska fordonsjätten

**”I Sverige utgör de enskilda aktieägarna, större såväl som mindre, en avgörande resurs vad gäller näringslivets tillgång på riskkapital och långsiktigt ägande och därmed för bolagens långsiktiga tillväxtmöjligheter.”**

Volkswagen betalade en premie för Investors aktier i Scania 2008 och när en kinesisk hotellkedja förra året köpte en stor aktiepost i Rezidor. Andra fall rör lättheten att avvika från Kodan utan att det leder till nämnvärda sanktioner.

I dag består självregleringen av representanter för större ägare, affärsjurister, svenska institutionella placerare och investmentbanker. Aktiespararna anser att den svenska självregleringens legitimitet kommer stärkas om den öppnas för att involvera fler intressenter än i dag. En representant för de mindre aktieägarna bör finnas med i *samtliga* organ. Dessutom måste det bli lättare för mindre aktieägare, men även mindre bolag, att vända sig till Aktiemarknadsnämnden för råd angående god sed. I dag är det för dyrt. Det behövs en tjänst med ett rimligt pris för enskilda aktieägare. Det skulle exempelvis kunna kosta 500 kronor för mindre privata ägare och 5 000 kronor för mindre bolag. Aktiespararna ska kunna begära och få råd kostnadsfritt.

**2 Riktade emissioner – skydda minoritetsaktieägarna**  
Alla som agerar på aktiemarknaden känner till att stämman inte får fatta ett beslut som är ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare. Det framgår av generalklausulen i aktiebolagslagen. Den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen är lika central. I regel betyder det 2/3 majoritetsbeslut och i vissa fall 90 procent stöd av stämman. Särskilt utsatta är de mindre aktieägarna i samband med riktade kontantemissioner. Frågan fick stor uppmärksamhet för några år sedan, i spåren av finans-krisen då det var svårt för många bolag att få kapital.

Kollegiet för svensk bolagsstyrning gav med stöd från Aktiemarknadsnämnden (AMN) 2014 ut en rekommendation som beskriver hur nyemissioner kan genomföras med avvikelse från aktieägarnas företrädesrätt, utan att det först föregåtts av ett stämmobeslut och ändå ses som förenlig med god sed på aktiemarknaden, något som Aktiespararna då ställde sig bakom.<sup>2</sup> Men det har visat sig inte fungera. Rekommendationen är alltför allmänt hållen och beaktar inte tillräckligt de mindre aktieägarnas utsatthet. Aktiespararna kan inte gå på alla stämmor och i många mindre bolag saknas större minoritetsägare.

**DET ÄR I DAG** ovanligt att det ligger i aktieägarnas intresse att avvika från företrädesrätten. Utspädning av aktiekapitalet och röstetalet i bolaget kan leda till skada för aktieägarna. Det kan göras riktade emissioner till ägare med god insyn i bolaget. Det kan komma att ske en betydande förmögenhets- och maktförskjutning. Det är svårt att fastställa ett marknadspris, att ge rabatt är ytterst kontroversiellt och i bolag med sporadisk handel ger små emissioner en känsla av att styrelsen ägnar sig åt kursmanipulation.

Aktiespararna vill därför förstärka företrädesrätten i aktiebolagslagen vid kontantemissioner. Huvudregeln måste vara att beslut om riktade emissioner fattas på stämman med kvalificerad majoritet, det vill säga minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädda aktierna (ABL 13 kap. 2 §). Aktiebolagslagen bör tydligt slå fast vad som kan vara acceptabla avvikelser. En sådan kan hänga ihop med en finansiell kris. Det ska däremot aldrig anses vara en acceptabel avvikelse när en befintlig ägare eller ägargrupp ingår i emissionskonsortiet för den riktade emissionen.

Det behövs även ett uttryckligt förbud i aktiebolagslagen

## ”Aktiespararna anser det som självklart att ett välskött företag arbetar med hållbarhetsfrågor som en integrerad del av en affärsstrategi.”

för att ge ut röststarka A-aktier vid riktade emissioner. Vidare måste överutnyttjandet av garanterade emissioner stoppas. Många banker kräver det. Men garantierna är ofta onödigt dyra och det händer att de överutnyttjas. Det måste få ett slut.

### 3 Styrelsens ansvar enligt ABL - uthållig vinst och hållbarhet

Allt fler investerare har under senare år kommit att se frågor om hållbarhet, mångfald och jämställdhet samt bolagens förtroende i samhället, hos kunder och anställda som förutsättningar för bolagens affärsmässiga framgång. Förväntningarna gäller alla bolag oavsett storlek. Aktiespararna anser det som självklart att ett välskött företag arbetar med hållbarhetsfrågor som en integrerad del av en affärsstrategi. Utvecklingen fångas upp i Styrelseakademiens Vägledning till god styrelsesed, i Koden och i olika EU-direktiv som syftar till att uppmuntra aktieägare att engagera sig långsiktigt, förmå bolag att rapportera både miljömässig hållbarhet och sociala hänsynstaganden såväl som att ställa krav på revisorerna att redogöra för bolagets viktigaste risker.<sup>3</sup>

Men det räcker inte. Dagens enkla ”vinst”-formulering i aktiebolagslagen (ABL 3 kap. 3 §) skapar alltför stort utrymme för vissa ägare och styrelser att fokusera på kortsiktiga vinster och vinstmaximering. Aktiespararna går därför i bräschen för att det i aktiebolagslagen görs tydligt att styrelsen i uppdraget att driva bolaget siktar på uthållig vinst. Det kan ske genom en utveckling av formuleringen av vinstsyftet i ABL 3 kap. 3 §.

I styrelsens uppdrag att driva bolaget med uthållig vinst, så som det kan formuleras i aktiebolagslagen ovan, bör det också säkerställas att det finns riktlinjer för ansvarsfullt uppträdande. Med ansvarsfullt uppträdande avses bolagets uppträdande gentemot det omgivande samhället; hur det hanterar de tre dimensionerna av hållbar utveckling: den ekonomiska, den sociala och den miljömässiga, samt hur det är kopplat till bolagets långsiktiga värdeskapande förmåga. Bolag som vill skriva in hållbarhetsmål i bolagsordningen borde därtill uppmuntras i stället för att som i dag motarbetas av en i stort sett enig juristkår.

### 4 Från större ägare oberoende ledamöter

Aktiespararna vill värna den svenska och nordiska bolagsstyrningsmodellen med tydligt inflytande från bolagets ägare.<sup>4</sup> Modellen ställer samtidigt krav på att ägarna agerar ansvarsfullt och engagerat för samtliga aktieägare. Med den här tydligheten, där ägarna antingen bestämmer direkt för att det inte finns några ägarbegränsningar eller det finns A-aktier, är tilliten mellan storägarens ägarutövning och minoriteten därför extra central.

Det betyder samtidigt att aktieägarna måste hitta en modell för att hantera bolagsstyrningen i den situation där det saknas

tydlig ägare, eller det dyker upp ägare som väljer att inte följa Kodens rekommendation om att utse en valberedning eller är oklar avseende hur de oberoende ledamöterna föreslagits. I många bolag räcker det med 15–20 procent av röstandelen för att få egen majoritet på stämman. I andra bolag blir i stället huvudägaren utmanad på ett sätt som inte gällde tidigare. I de större börsbolagen, där svenska och numera även utländska institutionella investerare röstar, behövs det därför ofta mer än 30 procent av rösterna för att få en majoritet på stämman.

För att stärka tilliten behövs det, menar Aktiespararna, minst tre från större ägare oberoende ledamöter i styrelsen. Det ska dessutom skrivas in i Nasdaq Stockholms noteringsavtal. Med större ägare avses ägare med mer än tio procent av kapital eller röster. I dag hänvisar börsen enbart till Koden, som begränsar sitt krav till två från ägaren oberoende ledamöter och en majoritet av ledamöterna oberoende från bolaget. Här går det att hämta inspiration från den brittiska aktiemarknaden där frågan om oberoende ledamöter hanteras av både självregleringen och Londonbörsens regelverk.

### 5 Låt stämman utse valberedningen

För att valberedning på bästa sätt ska kunna spegla aktieägarnas kollektiva vilja bör den utses på årsstämman. Modellen, som beskrivs i Aktiespararnas första ägarpolicy, är hämtad från den svenska föreningstraditionen. Där utser stämman en valberedning som representerar olika grupper av medlemmar, som sedan får rösta på valberedningens förslag. Medlemmar kan lägga motförslag, något som också utnyttjas.

Koden öppnar för att sätta ihop valberedningar på olika sätt, men få använder föreningsmodellen. I stället enas de flesta bolagsstämmor om att låta de största ägarna i fallande storleksordning utgöra valberedning. Den tillsätts vid slutet av det tredje kvartalet, som är det vanliga, eller på stämman, vilket är mindre vanligt. Modellen upplevs som enkel, tydlig och billig.

Den har aldrig blivit helt lyckad. När vissa ägare får utse ”sina” representanter blir det svårt att avgöra både lojaliteter och kompetenser. Det hjälper föga att Koden sedan 2008 slår fast att ledamöter i valberedningen är ”utsedda av” i stället för ”representerar”. Omvärlden uppfattar ändå att de representerar en viss ägare. Merparten av valberedningens ledamöter, vid sidan av de tydliga huvudägarna, kommer från svenska institutionella investerare. Många sitter i fem till tio valberedningar. Utländska investerare och mindre aktieägare saknas.

Så här kan det förstås inte fortgå. Aktiesparmodellen, med stämموvalda ledamöter, där några av dem står helt fria från större ägare skulle förbättra möjligheten till representativitet. Saknas sponsor kan hen få rimlig ersättning från bolaget.

Aktiesparmodellen har därtill god förankring i den svenska bolagsrätten. Det har alltid varit viktigt att skydda minoritetsaktieägarnas rätt till röstmässigt inflytande när styrelsen

## ”Varför ska vi vara lika sena på det här området som med Koden, som Sverige efter hårt motstånd införde 2005, som näst sista land i Europa?”

utes. I 1910 års aktiebolagslag slogs fast att ingen ägare ska få rösta för mer än 20 procent av rösterna på stämman, så vida det inte stod något annat i bolagsordningen, och det kunde vara både högre och lägre. Det förtydligades i 1944 års aktiebolagslag, skärptes ytterligare 1975, för att sedan försvinna under 1990-talets omfattande reformarbete för att liberalisera kapitalmarknaderna. Ägarpolicyn uppmärksammar nu att Kodens tonvikt på en aktiv ägarfunktion i bolagen inte speglar hur svensk bolagsrätt brottats med hur minoritetens röst ska höras.

Framförallt ställs inte frågan hur en valberedning, som bara består av de största aktieägarna som får plats eller har ”lust” att vara med, på bästa sätt ska utse en styrelse som i sin syssломannaroll ska agera för hela aktieägarkollektivets bästa. Behövs det tilläggas att modellen med valberedningar som utses i fallande storleksordning saknar akademisk förankring såväl som utländska efterföljare utanför våra nordiska grannländers egna varianter? Stämموvalda valberedningar borde därför vara ett självklart krav i noteringsavtalet.

**MED SINA 200 FÖRSLAG** kan Aktiespararnas nya ägarpolicy sammanfattningsvis uppfattas som provocerande ambitiös. Ändå speglar den bara den lyhördhet som krävs för att den svenska aktiemarknaden ska utvecklas i linje med sin samtid. I G20/OECD:s principer för bolagsstyrning framhålls att respekten för aktieägarnas rättigheter och andra nyckelintressenter utgör ett centralt fundament för ett väl fungerande bolagsstyrningssystem.<sup>5</sup>

Bland floran av förslag märks att Aktiespararna anser tiden mogen för en gemensam svensk uppförandekod för pensionsförvaltare och aktiefonder. Varför ska vi vara lika sena på det här området som med Koden, som Sverige efter hårt motstånd införde 2005, som näst sista land i Europa? Revisionspaketets inflytande på aktiebolagslagen där revisionsutskottet inte längre behöver ha från större ägare oberoende ledamöter uppmärksammas, som en påminnelse om hur rörigt allt blir när den svenska ägarmodellen ska anpassas till nya EU-regler. Aktiespararna vill se uppköpsregler som tydligare än i dag harmoniseras med en internationell utveckling, Koden och aktiebolagslagen. Reciprocitet, där budbolag och det uppköpta bolaget har att förhålla sig till lika spelregler, är helt nödvändig för att tilliten till det marknadsekonomiska systemet ska kunna upprätthållas. I Koden finns tydliga riktlinjer kring hur bolagen ska redovisa ersättningen till ledande befattningshavare. Men alla som läser notapparaten i årsredovisningen är nog överens om att bolagens redovisning är en stor besvikelse vad gäller tydlighet. För aktieägare kan enkelt utläsa och utvärdera den rörliga ersättningen och olika aktierelaterade program. Varför ska de mindre aktieägarna behöva acceptera detta?

Arbetet med policyn har involverat ett stort antal personer från Aktiespararna. Utöver detta har synpunkter inhämtats från ett femtiotal aktörer verksamma på aktiemarknaden. För mig som författare har det varit både utmanande och lärorikt. Meningen är att Ägarboken nu ska läsas, att den ska påverka och att den ska utvecklas. Omvärlden förändras hela tiden. Med boken står det klart att Aktiespararna är och ska förbli en viktig röst och samtalspartner för de enskilda aktieägarna när samhällets syn på ägar- och bolagsstyrning utvecklas.

---

**Sophie Nachemson-Ekwall** är ekonomie doktor vid Handelshögskolan i Stockholm och ledamot i Aktiespararnas bolagskommitté. Hon är huvudförfattare till Aktiespararnas nya ägarpolicy.

### Fotnoter

- 1) Ägarboken. *Aktiespararnas Ägarpolicy 2017. Värdeskapande bolagsstyrning. Med handledning för aktieägare, stämman och bolagen.* [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se) April. s. 132. Kan beställas via <http://www.aktiespararna.se/agarbokenmedlem>
- 2) Justitiedepartementet lämnade en DS om riktade emissioner och en omskrivning av ABL 2012 <https://data.riksdagen.se/fil/D90F9112-76E6-4FFE-9635-DE264FD36673>  
*Därefter togs hanteringen över av självregleringen Kollegiet för svensk bolagsstyrning "Riktade Emissioner" 2014-11-21. Rekommendationen rör även teckningsoptioner och konvertibler.* [http://www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Archive/209/kollegiets\\_rekommedation\\_om\\_riktade\\_kontantemissioner\\_2014-11-21.pdf](http://www.bolagsstyrning.se/UserFiles/Archive/209/kollegiets_rekommedation_om_riktade_kontantemissioner_2014-11-21.pdf)
- 3) *Hit hör exempelvis Aktieägarrättsdirektivet (2017); Lagen 2016 om företagens rapportering om hållbarhet och mångfaldspolitik; Revisionspaketet (2016).*
- 4) *Koden hänvisar till förarbetena till den svenska aktiebolagslagen som betonar vikten av en aktiv ägarfunktion i bolagen, som kommer till uttryck i Översyn av aktiebolagslagen SOU 1995:44 s.154.*
- 5) OECD (2015), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>