

Bolagsstyrningskoden och Aktiemarknadsnämnden

Av Björn Kristiansson

Den här artikeln behandlar Aktiemarknadsnämnden och Svensk kod för bolagsstyrning ("Koden") och redogör dels för förhållandet mellan Aktiemarknadsnämnden och Kollegiet för svensk bolagsstyrning ("Kollegiet"), dels för de uttalanden i vilka nämnden tolkat eller uttalat sig om Koden.

Kodens tillämpningsområde och Kollegiets uppgifter

I december 2004 fick Sverige sin första officiella corporate governancekod. Den första Koden utfärdades av den avgående s.k. Kodgruppen, en undergrupp till den statligt tillsatta s.k. Förtroendekommissionen. Kodgruppen angav aktiemarknadsbolagen som målgrupp för Koden, och rekommenderade att den nya Koden inledningsvis skulle införas för bolagen på Stockholmsbörsens dåvarande A-lista, samt större bolag på O-listan, för att efter några år breddas till att omfatta samtliga aktiemarknadsbolag.

Stockholmsbörsen tog fasta på Kodgruppens rekommendation, och i Noteringskrav 1.4.2, under rubriken Bolagsstyrning, fastställdes i januari 2005 att bolag vilkas aktier var inregistrerade på A-listan samt bolag vilkas aktier var noterade på O-listan med ett marknadsvärde överstigande 3 miljarder kronor, skulle tillämpa Koden. När det gällde utländska bolags tillämpning av Koden, angav Noteringskraven att utländska bolag skulle tillämpa sin "hemmakod", eller om sådan saknades, Koden.

Under 2005 bildades Kollegiet, ett av då fyra självregleringsorgan ingående i Föreningen för god sed på aktiemarknaden, för att förvalta Koden.

Den första större revisionen av Koden skedde år 2008, då tillämpningsområdet breddades till samtliga aktiemarknadsbolag – svenska aktiebolag vars aktier var upptagna till handel på en reglerad marknad i

Sverige. Någon skrivning om utländska bolag fanns, i likhet med den första versionen av Koden, inte med, men NASDAQ OMX Stockholm hade däremot ändrat sina krav sedan 2005. De tidigare noteringskraven och noteringsavtalet hade bytts ut mot Regelverk för emittenter ("Regelverket"). Enligt punkt 5 i Regelverket ska bolagen bl.a. följa allmänt vedertagen god sed på värdepappersmarknaden. I kommentaren till bestämmelsen anges att med sådan god sed avses en faktisk förekommande praxis för börsbolagens uppträdande på aktiemarknaden, som t.ex. kan komma till uttryck genom reglerna i Koden. Genom att Koden inte krävde att utländska bolag skulle tillämpa Koden, blev följden att utländska bolag vars aktier var upptagna till handel på NASDAQ OMX Stockholm inte längre omfattades av något svenskt kodkrav. Motsvarande förhållande gällde vid NGM Equity, Sveriges andra reglerade marknad för aktier.

Denna fråga blev debatterad under år 2010, och i november utfärdade Kollegiet Anvisning 2-2010 med krav på utländska bolag noterade i Sverige. Enligt anvisningen, ska utländska bolag vars aktier eller depåbevis är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige från och med januari 2011 tillämpa antingen den bolagsstyrningskod som gäller i det land där bolaget har sitt registrerade säte, eller där bolagets aktier är primärnoterade, eller Koden. Om bolaget inte tillämpar Koden, ska bolaget i eller i anslutning till den första bolagsstyrningsrapport som lämnas efter den 31 december 2011 lämna en förklaring över i vilka väsentliga avseenden bolagets agerande avviker från Koden.

En annan förändring under år 2010 var att ett av självregleringsorganen under Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, Näringslivets Börskommitté ("NBK"), lades ner. NBKs uppgift var att verka för god sed på värdepappersmarknaden, främst genom att ge ut regler. NBKs vid denna tidpunkt enda kvarvarande regelverk var reglerna för uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, de s.k. Takeover-reglerna. NBK hade arbetat fram de takeover-regler som börserna, i enlighet med 13 kap. 8 § värdepappersmarknadslagen (2007:528), infört för sina reglerade marknader. NBK hade dessutom utfärdat ett takeover-regelverk tillämpligt på handelsplattformarna First North, Nordic MTF och AktieTorget. Vid nedläggningen överfördes NBKs arbetsuppgifter till Kollegiet. Kollegiet har nyligen initierat en begränsad genomgång och uppdatering av takeover-reglerna.

Förhållandet mellan Kollegiet och Aktiemarknadsnämnden

Både Kollegiet och Aktiemarknadsnämnden är självregleringsorgan som tillsammans med Rådet för finansiell rapportering utgör sakorgan i Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden. Det råder ingen personalunion mellan de bägge organen – ingen ledamot har uppdrag för både Kollegiet och Aktiemarknadsnämnden, men vissa kanslifunktioner delas.

Kollegiets roll på regelområdet är utpräglat normgivande, vilket också anges i Koden, medan Aktiemarknadsnämnden, utöver sin ”dömande” roll, även har en direkt regelskapande roll, inte minst i samband med incitamentsprogram.

Kollegiet övervakar inte de enskilda bolagens tillämpning av Koden, och lämnar inte heller instruktioner för tillämpningen av eller tolkar Koden. Kollegiet har dock möjlighet att genomföra ändringar i Koden utan samband med en revision av hela Koden – en sådan ändring sker genom en Anvisning från Kollegiet. 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. Kollegiet genomför årligen en genomgång av bolagens tillämpning av Koden, men den syftar inte till att kritisera det enskilda bolagets kodtillämpning, utan till att skaffa kunskap om tillämpningen för att kunna förbättra regelverket.

Det är Aktiemarknadsnämnden och inte Kollegiet som på begäran uttalar sig om hur Koden ska tolkas i ett enskilt fall. Aktiemarknadsnämndens uttalanden avseende Koden redovisas nedan.

Övervakningen av huruvida bolagen tillämpar Koden korrekt, dvs. om bolagen lämnar erforderlig information om sin kodtillämpning samt redovisar avvikelser och skälen för dessa enligt principen följ eller förklara, görs varken av Kollegiet eller Aktiemarknadsnämnden. Genom de nyinförda reglerna om bolagsstyrningsrapport och revisorsgranskning i aktiebolagslagen (1995:551) och årsredovisningslagen (1995:1554), sker en viss granskning av bolagets revisorer. Vidare granskas rapporterna av respektive börs. NASDAQ OMX Stockholms och NGMs respektive disciplinnämnd har möjlighet att besluta om sanktioner gentemot bolag som inte tillämpar Koden på rätt sätt, dvs. som inte lämnar information om bolagets kodtillämpning. Huruvida bolagens förklaringar till kodavvikelse är förtroendeingivande eller inte är däremot inte en regel- eller sanktionsfråga. Kapitalmarknadens

aktörer – investerare m.fl., får själva avgöra om bolagets aktier är värda att investera i, och bolagens ägare avgör huruvida styrelse och ledning ska få fortsatt förtroende att sköta bolaget.

När det gäller Kollegiets nytillkomna ansvarsområde, takeover-regler, bygger tillämpningen av dessa inte på följd eller förklara-principen. Kollegiet är, när det gäller reglerna för uppköpserbjudanden på de reglerade marknaderna, endast ett beredningsorgan för respektive börs – det är NASDAQ OMX Stockholm respektive NGM som formellt utfärdar takeover-regler på sina respektive reglerade marknader. Takeover-reglerna för vissa handelsplattformar står däremot på egna ben, men Kollegiet har inte någon övervakande eller tolkande roll avseende dessa.

Aktiemarknadsnämndens tolkning av Koden

Aktiemarknadsnämnden har gjort fem uttalanden där Kodens bestämmelser tolkas eller nämns. Man bör dock komma ihåg att bolagsstyrning är ett mycket vidare område än det som fångas in av Koden, och att nämnden gjort en mängd uttalanden i olika bolagsstyrningsfrågor genom åren. Incitamentsprogram är ju en av kärnfrågorna inom corporate governance eftersom det kan utgöra ett sätt att hantera agentproblem samtidigt som de mest flagranta bolagsstyrningsmisslyckandena i enskilda företag hänger samman med aktiekursrelaterade ersättningar – i Sverige allt från Leo-affären till Skandia. Den första Koden trädde i kraft år 2005, och det första nämnduttalandet beträffande Koden är från året därpå, 2006.

Tolkning av valberedningsinstruktion

Uttalandet AMN 2006:31 gällde styrelsens ordförandes tolkning av instruktionen för bolagets valberedning. Enligt Volvos valberedningsinstruktion, skulle valberedningen ha fem ledamöter som samtliga skulle utses av bolagsstämman. Fyra av dessa ledamöter skulle representera de röstmässigt största ägarna. Om en ny ägare tog plats bland de fyra största ägarna, skulle denne få utse en representant att ersätta ägarrepresentanten för den tidigare fjärde största ägaren.

Cevian hade förvärvat aktier motsvarande 3,5 procent av rösterna i Volvo, och hade träffat ett avtal om att genom ett samordnat utövande av rösträtten inta en långsiktig gemensam hållning i fråga om Volvos förvaltning med Parvus Asset Management, som innehade aktier mot-

svarande ytterligare 1,5 procent av rösterna. Cevian önskade mot bakgrund av det sammanlagda innehavet få en plats i Volvos valberedning. Utöver en representant för Renault fanns Handelsbanken, SEB Fonder och Andra AP-fonden representerade i valberedningen, där Handelsbanken och SEB Fonder uppgavs företräda innehav från olika juridiska personer. Styrelsens ordförande ansåg dock inte att instruktionen kunde tolkas på det sättet att Cevian fick lägga samman sitt innehav med Parvus, och nekade därför Cevian en plats i valberedningen. Att Handelsbanken och SEB Fonder tillåtits lägga samman sina innehav berodde enligt ordföranden på gällande praxis på aktiemarknaden och att Volvos stämma uttryckligen valt in dessa ägares representanter i valberedningen.

Aktiemarknadsnämnden prövade först sin behörighet att tolka Koden, varvid nämnden fann att så var fallet på grundval av sitt allmänna uppdrag att verka för god sed på aktiemarknaden. Denna tolkning har sedermera bekräftats i Koden, avsnitt I.4.

Därefter prövades Cevians fråga, varvid nämnden anförde att dess uppgift inte var att överta styrelseordförandes uppgift att tolka stämans instruktion, utan endast att pröva ”huruvida styrelsens ordförande tillämplar instruktionen på ett sätt som präglas av sådan transparens som avsetts i Koden och inte har något sådant inslag av godtycke eller mannamån som kan äventyra förtroendet för aktiemarknaden”. Enligt Aktiemarknadsnämndens uppfattning kunde ordförandens tolkning, som varit övervägd och skett under medverkan av juridisk expertis, inte anses strida mot god sed på aktiemarknaden.

Kodens bestämmelser om valberedningen är rudimentära, och handlar dels om att hantera möjliga intressekonflikter vid valberedningens sammansättning, dels om valberedningens uppgifter. Koden lämnar över till det enskilda bolaget att utforma den valberedningsprocess som bolagets ägare finner lämplig. Aktiemarknadsnämndens uppgift är inte att avgöra frågor som kan förväntas bli behandlade i annan ordning – valberedningsinstruktionen skulle, såsom en stämmoinstruktion, kunna bli föremål för en fastställsetalan och därigenom tolkas av allmän domstol – utan endast avgöra huruvida bolagets agerande är förenligt med god sed på aktiemarknaden.

Incitamentsprogram

Aktiemarknadsnämnden har i tre uttalanden avseende incitamentsprogram tolkat Kodens bestämmelser.

Delegation till styrelsen

I det anonyma uttalandet AMN 2008:48 behandlade nämnden ett tre-årigt incitamentsprogram till ledningen i ett bolag, där bolagsstämman endast skulle besluta om samtliga villkor beträffande år 1 medan styrelsen skulle ges visst manöverutrymme att bestämma villkoren för år 2 och 3. Ledningspersonerna skulle tilldelas aktier enligt programmet, om koncernen uppnådde en viss Return on Equity ("RoE"). RoE-målet för år 1 skulle beslutas av stämman, men styrelsen skulle ges i uppdrag att fastställa RoE-målet för år 2 respektive år 3 så målet fortsatt var relevant för bolagets affärsutveckling.

Aktiemarknadsnämnden fann att detta manöverutrymme för styrelsen inte var förenligt med dåvarande regel 9.2 (nuvarande 9.7) i Koden, som föreskriver att samtliga aktiekursrelaterade incitamentsprogram till bolagsledningen ska beslutas av bolagsstämman. Redan på den grunden stred därför delegationen mot god sed.

När uttalandet AMN 2008:48 offentliggjordes år 2010 ifrågasattes det från flera utgångspunkter – att reglerna i Koden är möjliga att avvika från så länge en förklaring lämnas enligt följd eller förklara-principen, samt att det redan existerade andra regler som hanterade styrelsebemyndiganden. Vidare ifrågasattes nämndens ställningstagande när det gällde bemyndigandeförbudets omfattning, som ansågs alltför långtgående. Nämnden utvecklade och modifierade därför sina slutsatser genom initiativuttalandet 2010:40. Styrelsens möjlighet att fastställa villkor för år 2 och 3 prövades i det nya uttalandet istället i första hand mot det förbud mot bemyndiganden till styrelsen som återfinns i de s.k. Leo-reglerna i 16 kap. aktiebolagslagen (2005:551) ("ABL"), och motsvarande, utbyggda bemyndigandeförbud i nämndens tidigare, men fortfarande vägledande, initiativuttalande om incitamentsprogram, uttalande AMN 2002:1.

Enligt reglerna i 16 kap. ABL ska beslut om emission eller överlåtelse av aktier, konvertibler och teckningsoptioner till anställda m.fl. fattas eller godkännas av bolagsstämman. Detsamma gäller enligt 19 kap. ABL för överlåtelse av egna aktier. Ett bemyndigande till styrelsen att besluta om dessa transaktioner får inte lämnas. I förarbetena till lagen (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m., den s.k. Leo-lagen, den lag som föregick 16 kap. ABL, sägs att styrelsen kan få i uppdrag att verkställa stämmans emissionsbeslut men inte ges något eget manöverutrymme.¹ I uttalandet AMN 2002:1

¹ DsFi 1986:21 s. 121 och prop. 1986/87:76 s. 34 f.

säger nämnden att denna princip även ska gälla vid överlåtelse av aktier m.m., vilket sedermera även bekräftats i AMN 2007:27. Uttalandet AMN 2002:1 sammanfattar ett antal nämnduttalanden från 1990-talet där principen att styrelsen inte ska ges möjlighet att besluta om några materiella villkor i denna typ av program först utvecklats.²

I AMN 2010:40 anför nämnden att det intresse av att skydda bolagets aktieägare som bär upp både lagreglerna och aktuella nämnduttalanden bl.a. kräver att bolagsstämmans beslut sätter en övre gräns för hur stort programmet kan bli, anger vilka kategorier av anställda som ska omfattas av programmet och anger de principer enligt vilka instrumenten ifråga ska kunna förvärvas. Detta skyddsintresse hindrar dock inte att stämman överlämnar till styrelsen att ange vilken grad av uppfyllelse som ska påverka tilldelningen till de ledande befattningshavarna. Enligt nämnden räcker det att stämmoförslaget anger vilka kriterier som ska användas för att mäta prestationerna medan det får anses godtagbart att av aktiemarknads- eller konkurrensmässiga skäl avstå från att upplysa om vilken grad av måluppfyllelse som krävs för viss tilldelning. Enligt nämnden är det också godtagbart att bolagsstämman ger styrelsen rätt att reducera tilldelningen om det sker betydande förändringar i bolaget eller på marknaden.

Den nya tolkningen av bemyndigandeförbudet är uppenbarligen mindre sträng än tolkningen i AMN 2008:48 och får även anses vara mer liberal än annan tidigare nämndpraxis. Dock förenades i AMN 2010:40 denna ”uppluckring” av bemyndigandeförbudet med ett nytt krav. Enligt nämnden ska bolaget, om styrelsen givits visst utrymme enligt ovan, informera sina aktieägare om vilken grad av måluppfyllelse som krävdes för viss tilldelning liksom om i vilken utsträckning prestationsvillkoren uppfylldes. Denna information ska lämnas när programmet löpt ut. Informationen ska omfatta företagsledningens och i rimlig utsträckning övriga kategorier av tilldelningsberättigade. Något krav på att informera om utfallet av genomförda incitamentsprogram har tidigare inte ställts varken i lag eller självreglering.

Slutligen anförde nämnden att programmet fick anses förenligt med regel 9.7 i Kodens, som enligt nämnden i fortsättningen ska tolkas på detta sätt. Detta innebär att Kodens tillämpningsområde när det gäller möjligheten att delegera beslutanderätt till styrelsen inte har ett annat omfång än regleringen i ABL och nämndens uttalanden.

² Se främst AMN 1990:3 men även AMN 1992:5 och 1996:4.

Incitamentsprogram eller inte

I uttalandet AMN 2011:3 ställdes frågan om ett erbjudande till vissa ledande befattningshavare i ett aktiemarknadsbolag om löneökning villkorad av varaktigt aktiesparande behövde hänskjutas till bolagsstämman.

De berörda befattningshavarna skulle erbjudas en extra fast lön, villkorad av att befattningshavaren (antingen själv eller genom bolagets försorg) löpande förvärvade aktier över börsen i aktiemarknadsbolaget som skulle behållas under viss tid. Löneökningen skulle återbetalas om den anställde inte förvärvade aktier eller inte behöll aktierna stadgad tid.

Aktiemarknadsnämnden anförde i uttalandet att det främst är aktieägarnas skydd mot utspädning och kostnader för bolaget som motiverar de särskilda regler som återfinns i 16 kap. ABL, AMN 2002:1 och Koden. Nämnden anförde också att den inte har några synpunkter på vad som kan anses utgöra en marknadsmässig lön till ledande befattningshavare i aktiemarknadsbolag. Eftersom bolagets medverkan inskränkte sig till att administrativt ombesörja aktieförvärven och några nämnvärda kostnader för bolaget inte torde uppkomma, föll därför enligt nämnden det aktuella erbjudandet utanför tillämpningsområdet för de aktuella regelverken.

Aktiemarknadsnämnden har tidigare, i AMN 2002:1, anfört att ett aktiemarknadsbolags medverkan till anställdas aktieförvärv bör beslutas av dess styrelse. Enligt AMN 2011:3 gäller detta fortfarande, liksom att information om aktieinnehaven ska lämnas i årsredovisningen.

Det har under flera år varit relativt vanligt att en del av arvodet till styrelseledamöter i ett börsbolag utgått i form av aktier. För att undvika tillämpning av Leo-reglerna, har ledamöterna ålagts att använda en del av sitt kontanta arvode för att förvärva aktier på marknaden.³ Uttalandet AMN 2011:3 ligger i linje med detta förfarande. Det nu aktuella programmet omfattas inte av Leo-reglerna, och eftersom ingen utspädning sker och aktierna förvärvas på marknaden, behöver Leo-reglerna inte heller tillämpas enligt de principer som framgår av AMN 2002:1. Den i AMN 2011:3 aktuella formen av incitamentsprogram är inte behandlad i AMN 2002:1 (med undantag för vad som sägs om styrelsebeslut om bolagets medverkan). Att programmet däremot skulle falla utanför tillämpningsområdet för AMN 2002:1 kan dock diskuteras.

³ Jämför AMN 2008:7 beträffande syntetiska aktier till styrelseledamöter.

Någon allmän definition av incitamentsprogram ges inte i AMN 2002:1, endast att ”när incitament utgår i form av aktier föreligger en klar anknytning till ... Aktiemarknadsnämndens uppgift att främja god sed på aktiemarknaden”. Det nu aktuella programmet uppfyller detta krav. Dessutom angav nämnden den begränsade kostnaden för bolaget som ett argument för att AMN 2002:1 inte var tillämpligt. Hade bolaget behövt tillämpa AMN 2002:1 om kostnaderna varit avsevärda för bolaget?

En närliggande tolkning hade varit att istället jämföra det nu aktuella programmet med vad nämnden i AMN 2002:1 säger om incitamentsprogram som endast leder till kostnader, såsom exempelvis program baserade på syntetiska optioner. Dessa program faller under tillämpningsområdet för AMN 2002:1. Ett sådant program kräver endast styrelsebeslut i de fall kostnaden för bolaget är begränsad. Detta var ju i och för sig även slutsatsen i AMN 2011:3, dock på annan grund.

Nämnden fann vidare i AMN 2011:3 att inte heller Kodens regler var tillämpliga på programmet, också i detta fall motiverat av den begränsade kostnaden för bolaget. Koden ställer krav på att ett aktie- eller aktiekursrelaterat incitamentsprogram som omfattar ledningen i börsbolaget alltid ska beslutas av stämman. Någon närmare definition av vad som innefattas i termen aktie- eller aktiekursrelaterat incitamentsprogram lämnas inte heller i Koden, men termen torde tolkas på samma sätt som enligt nämndens praxis. Ordalydelsen av Kodens regel 9.7 antyder inte att tillämpningen av regeln skulle vara beroende av bolagets kostnad för programmet, beslutsbestämmelsen ska alltid tillämpas oavsett programmets storlek. En slutsats är därmed att nämnden genom AMN 2011:3 infört en helt ny regel om att incitamentsprogram med mycket begränsade kostnader för bolaget är undantagna från regel 9.7 i Koden.

Oberoende styrelseledamöter

Uttalandet AMN 2010:43 handlar om huruvida en styrelseledamot i ett börsbolag kunde anses oberoende från bolaget. För bolag vars aktier är upptagna till handel på NASDAQ OMX Stockholm, regleras sedan år 2010 både kravet på oberoende styrelseledamöter och kriterierna för oberoende av Koden. NGM har behållit sitt eget oberoendekrav och sin egen oberoendedefinition (identiska med NASDAQ OMX Stockholms tidigare krav), och bolag vars aktier är upptagna till handel på NGM Equity omfattas därför inte av Kodens oberoenderegler.

AMN 2010:43 rör tolkningen av ett av oberoendekriterierna i Kodens regel 4.4. Punkten fyra i den bestämmelsen behandlar styrelseledamots oberoende i förhållande till kunder, leverantörer eller samarbetspartners som har omfattande affärsförbindelser med det noterade bolaget. Den aktuella frågan gällde huruvida en styrelseledamot i börsbolaget som samtidigt var styrelseledamot i ett bolag som var större leverantör till börsbolaget kunde anses som oberoende.

Börsbolaget kunde antas vara beroende av leverantören, på grund av att leverantören stod för viktiga insatsvaror och uppfyllde vissa högt uppställda kvalitetskrav. Däremot var leverantören inte beroende av börsbolaget, dvs. att ha det som kund, eftersom börsbolaget stod för en mycket begränsad del av leverantörens omsättning. Därigenom skulle styrelseledamoten inte hamna i ett beroendeförhållande till bolagsledningen i börsbolaget på grund av det faktum att ledningen t.ex. hade möjlighet att säga upp samarbetet med leverantörsbolaget.

Aktiemarknadsnämnden lämnade inget slutligt tolkningsbesked utan anförde att oberoendebedömningen måste göras i det enskilda fallet, varvid det som anförts av sökanden fick beaktas tillsammans med alla andra omständigheter. Enligt nämnden kan man inte generellt säga att en viss typ av omständigheter alltid skulle sakna betydelse.

Nämnden tog i uttalandet också upp en annan fråga som inte behandlas i Koden. Enligt regel 2.6 i Koden ska bolagets valberedning genomföra och redovisa sin bedömning av om en ledamot ska anses beroende eller inte. Om förslag till styrelseledamot inte lämnas av valberedningen anges inte vem som ska genomföra denna bedömning – om det är valberedningen eller någon annan. Enligt AMN 2010:43 är det emellertid förslagsställaren som har att genomföra och redovisa den initiala bedömningen enligt Koden av om ledamoten ska anses oberoende eller inte. Förslagsställaren torde i de flesta fall vara en enskild aktieägare, men kan också vara någon som givits rätt att föreslå styrelseledamöter enligt en särskild bestämmelse i bolagsordningen.

Aktiemarknadsnämndens framtida roll

Än så länge har, som framgår ovan, Aktiemarknadsnämnden spelat en mycket begränsad roll när det gäller tolkningen av Koden. Detta förhållande kan dock snabbt komma att ändras.

Idag är börsernas övervakning över bolagens kodtillämpning inte särskilt omfattande, och i stor utsträckning torde börsens synpunkter på hur bolagen tillämpat Koden diskuteras med berört bolag istället

för att behandlas disciplinärt. Om börsens övervakning utökas och formaliseras även på detta område, vilket vi sett tecken på, kommer behovet av klargörande tolkningsbesked att öka. Börserna kan då förväntas att ställa frågor till nämnden, främst i samband med disciplinförfaranden. Om så blir fallet, kommer även börsbolagens behov av tolkning av kodreglerna att öka, för att minimera risken för disciplinära åtgärder. De regler som i så fall kan förväntas bli mest omfrågade är bestämmelserna om styrelseledamöters oberoende och incitamentsprogram samt Kodens informationskrav.

Seminariekommentar:

Anders Lindblad

Björn, jag har med stort intresse läst Din artikel och nu lyssnat på Din presentation. Du beskriver på ett intressant sätt Kodens utveckling och förhållande till NASDAQ OMX regelverk respektive Aktiemarknadsnämndens roll. Du redogör också för Aktiemarknadsnämndens olika uttalande avseende Koden, men jag får ingen riktig klarhet i Din uppfattning om Du tycker att Aktiemarknadsnämndens uttalanden om Koden, är till gagn för Kodens efterlevnad.

Svensk Kod för Bolagsstyrning har på några få år vunnit allmän acceptans och omfattar numera samtliga aktiemarknadsbolag, varav många, kanske till och med flertalet, följer Kodens regler, snarare än att lämna en förklaring. Kollegiets roll i den svenska självregleringen är dock, enligt mitt synsätt, förhållandevis passivt och man vill inte ha någon övervakande eller dömande roll när det gäller hur enskilda bolag tillämpar Koden. Du utfärdar regler, men låter börserna och nämnden ta ansvaret för tillämpningen och tolkningen av kodreglerna. Är det en bra ordning?

Under avsnittet "Aktiemarknadsnämndens framtida roll" anger Du bla börsernas övervakning över bolagens kodtillämpning kan komma att öka i framtiden och det kan bli aktuellt med disciplinära åtgärder efter det att Aktiemarknadsnämnden kommit med klagande tolkningsbesked. Du ser framför Dig att börsbolagens behov av tolkning av kodreglerna också kan komma att öka, för att minimera risken för disciplinära åtgärder. Själv tror jag inte, och framförallt så hoppas jag att vi inte får en sådan utveckling. I betänkandet från Kodgruppen 2004 så anger också Kodgruppen följande; *Att något organ skulle ges befogenhet att tillgripa någon form av korrektionsmedel mot undermåliga förklaringar är ett synsätt som Kodgruppen inte delar.* Den juridiska grunden för disciplinära åtgärder från börsernas sida synes dessutom tunn, men det är fråga för ett annat forum.

Mer intressant är att se på Aktiemarknadsnämndens roll i förhållande till Kodens.

Redan 2006, dvs något år efter Kodens tillkomst, ansåg Aktiemarknadsnämnden, att nämnden hade behörighet att uttala sig om tillämpningen av Kodens regler. I uttalandet 2006:31 skriver nämnden nämligen följande; *"I Kodens anges inte vilken institution som har till uppgift att tolka bestämmelserna. Aktiemarknadsnämnden anser sig ha behörighet att uttala sig om tillämpningen av dessa regler...."*

Som Björn riktigt påpekar så har Aktiemarknadsnämnden *därefter*, i samband med revideringen av Kodreglerna, av Kollegiet, fått rollen att uttala sig om hur Kodens skall tolkas.

Aktiemarknadsnämnden har hittills offentliggjort tre uttalanden om Kodens regler om incitamentsprogram och ett uttalande om Kodens oberoenderegler.

Min tveksamhet om rollfördelningen mellan Kollegiet, nämnden och börserna kommer, tycker jag, till uttryck i nämndens uttalande 2011:3, där nämnden uttalar sig om hur Kodregeln 9:7 skall tillämpas¹. Nämnden öppnar upp för att vissa former av incitamentsprogram, program som inte medför utspädning och medför begränsade kostnader, kan undantas från tillämpningen av Kodregeln 9:7. Sådana program behöver alltså inte beslutas av bolagsstämman, trots regelns lydelse. Någon anvisning från Kollegiet om att det numera finns en undantagsregel i 9:7 har, såvitt jag vet, ännu inte utfärdats, så man frågar sig om Kollegiet gör en annan bedömning än Aktiemarknadsnämnden.

Eftersom det är god sed att följa Aktiemarknadsnämndens uttalande så behöver man väl inte lämna en förklaring om man inte följer Kodens regler, i det här fallet regel 9:7?

Min uppmaning till nämnden är; gå varsamt fram med Kodens. Tolka den gärna, men undvik att utvidga reglerna på ett sätt som inte var tänkt från början och överväg om Era uttalanden kan medföra att aktiemarknadsbolagen kan undvika att lämna förklaringar med hänvisning till att man istället valt att följa ett uttalande från Aktiemarknadsnämnden.

¹ Regelns första stycke har följande lydelse: Bolagsstämman ska besluta om samtliga aktie- och aktiekursrelaterade incitamentsprogram till bolagsledningen. Bolagsstämmans beslut ska omfatta de väsentliga villkoren i programmet.