

ÄGARRAPPORT 2025

Carnegie Fonder påverkar bolagen i fonderna genom ett aktivt ägarengagemang, som syftar till att bevara eller öka avkastningen på fondernas placeringar. Carnegie Fonders ägarutövning omfattar innehaven i bolagets alla fonder, och sker i huvudsak på tre nivåer: I påverkansdialoger med portföljbolagen, genom röstning på bolagsstämmor och genom valberedningsarbete. I denna rapport förklarar vi översiktligt hur bolagsstyrningen i ett svenskt börsnoterat bolag fungerar, genom vilka kanaler vi utövar ett aktivt ägarskap och framförallt, hur vi agerat som aktiva ägare under 2025.

1. Svensk bolagsstyrning och rollen som aktiva ägare
2. Påverkansdialoger
3. Röstning på bolagsstämmor
4. Deltagande i valberedningar
5. Samarbeten med branschkollegor

2025

142

Dialoger

497

Stämmor

19

Valberedningar inför
årsstämmor 2026

AKTIVT ÄGARSKAP SKAPAR BÄTTRE BOLAG



Att skapa långsiktigt god avkastning handlar inte bara om att förstå affärsmodeller, titta på olika finansiella nyckeltal och räkna på kassaflöden. ”Man måste även arbeta aktivt för att bolagen vi investerat i utvecklas i rätt riktning”, konstaterar Simon Blecher, CIO och förvaltare.

När kapital flödar snabbt och marknaderna kraftigt svänger blir det lätt att fokusera på kortsiktiga resultat, men för Carnegie Fonder är perspektivet det motsatta. Bolagen vi investerar i ska inte bara växa i värde – de ska styras klokt och hållbart över tid.

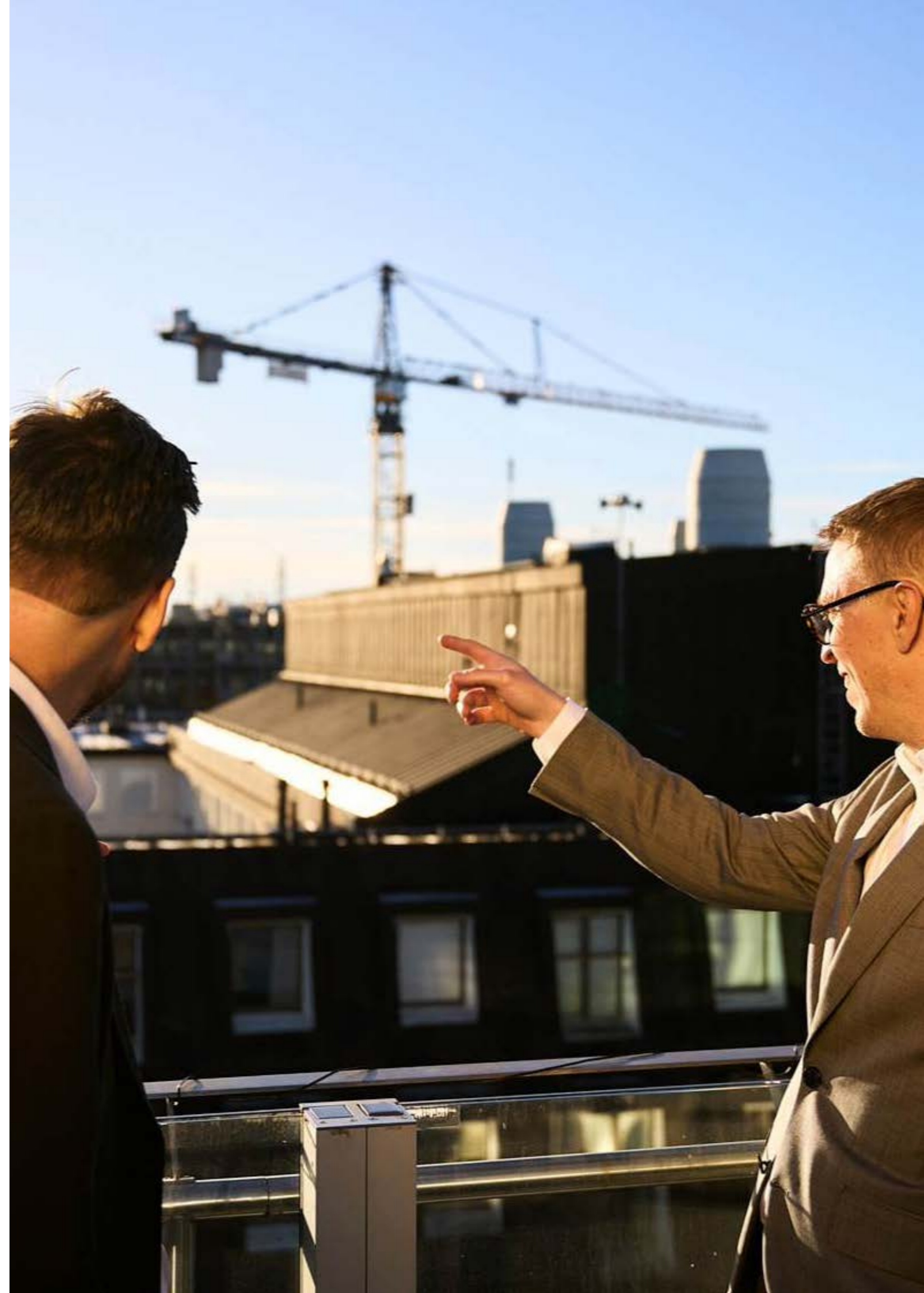
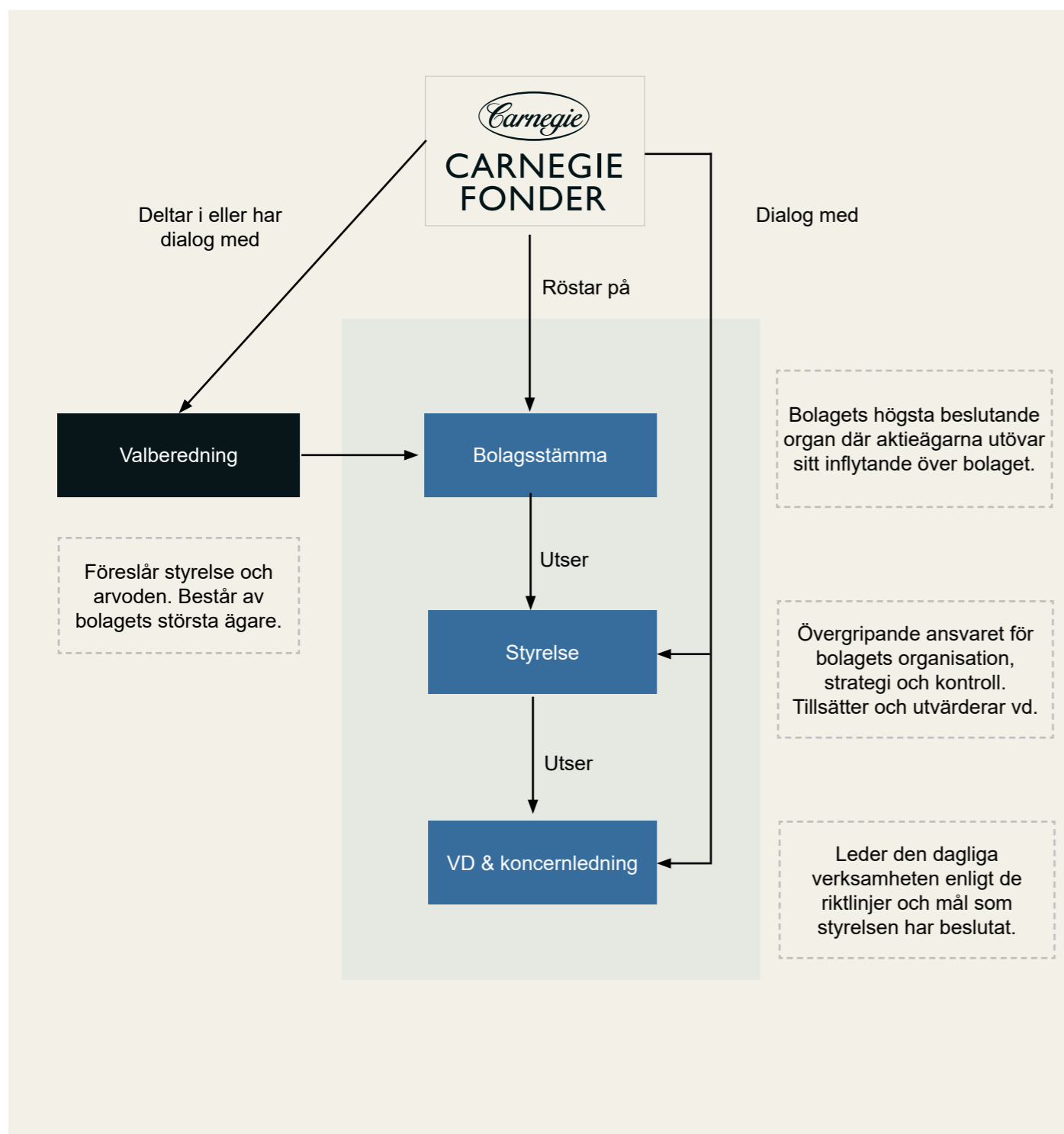
”Därför är Governance, G:et i ESG, centralt i allt vi gör. Vi har alltid trott på värdet av stark ägarstyrning – ett bolag med tydlig ansvarsfördelning och kompetent styrelse fattar bättre beslut och står starkare genom svåra perioder”, säger Anna Strömberg, hållbarhetschef och förvaltare.

Aktivt ägande handlar inte om att synas mest, utan om att vara närvarande, ställa rätt frågor och samarbeta med andra långsiktiga ägare.

”Valberedningsarbetet är kanske det mest konkreta sättet vi som ägare kan skapa förändring på lång sikt. Vi kan bidra till att rätt personer hamnar på rätt plats, vilket i förlängningen leder till bättre bolag”, avslutar Blecher.

1. SVENSK BOLAGSSTYRNING OCH ROLLEN SOM AKTIVA ÄGARE

Grafiken nedan illustrerar sambandet mellan aktieägare, valberedning, bolagsstämman, styrelse och koncernledning i ett svenskt börsnoterat företag. Vi visar även hur Carnegie Fonders roll som aktiva ägare kommer in i den svenska bolagsstyrningsmodellen.



2. PÅVERKANSDIALOGER

Påverkansdialoger är samtal mellan investerare och bolagsledning med syftet att påverka bolagens arbete inom exempelvis hållbarhet, bolagsstyrning, etik eller strategi.

Hur fungerar det?

Dialogerna kan vara proaktiva, för att främja långsiktigt ansvarstagande, eller reaktiva, när ett bolag agerat på ett sätt som väcker oro.

Vi upprätthåller en regelbunden dialog med våra innehav då vi som långsiktiga investerare vill framföra våra synpunkter och förväntningar som vi har på våra innehav. En röd tråd i våra proaktiva dialoger är att vi uppmuntrar våra innehav att bli mer strukturerade i sitt hållbarhetsarbete och integrera det i samtliga delar av sin verksamhet.

Om vi får information att ett innehav inte lever upp till våra hållbarhetskrav så säljer vi sällan direkt, utan inleder en så kallad reaktiv dialog för att försäkra oss om att företaget har en tydlig probleminsikt och förbättringsvilja. Carnegie Fonder har utarbetat en femstegsprocess för hur denna typ av dialog ska genomföras.

VÅRA FOKUSOMRÅDEN

Styrelsens sammansättning

Vi tror att bolagen på sikt främjas av en bättre balans och avser därför att verka för att fler kompetenta kvinnor föreslås som styrelseledamöter.

Aktieägande

I syfte att likställa styrelseledamöters och VD:s intressen med aktieägarnas ska såväl styrelseledamöter som VD ha ett betydande aktieäggande.

Klimatrelaterat mål

Vi uppmanar portföljbolagen att sätta ett klimatrelaterat mål som är vetenskapligt verifierat – Science Based Target (SBT).

Rörlig ersättning

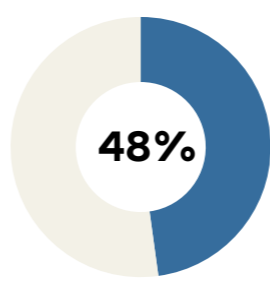
Vi anser att denna ska länkas till ambitiösa finansiella kriterier som tydligt speglar bolagets publika ambitioner. Om bolaget formulerat relevanta hållbarhetsmål bör även dessa kopplas till den rörliga ersättningen.

DIALOGER 2025

142
Dialoger

11
Mätbara positiva resultat

19
Valberedningar inför
årsstämmor 2026

Förvaltad kapital som har påverkats	Kategori	Påverkan inom våra fokusområden
 <p>48%</p>	Miljö	54
	Social	3
	Bolagsstyrning	47
	Multikategori	38
	Styrelsessammansättning	14
	Aktieäggande bland styrelseledamöter	13
	Klimatmål och -rapportering	35
	Incitamentsprogram	6

Dialoger inför årsstämmor

I takt med att de svenska bolagens valberedningar inför årsstämmorna 2025 offentliggjorts har vi kommunicerat synpunkter till ett 30-tal bolag inför att styrelseledamöter ska väljas in. De bolag vi kontaktat har antingen haft en uppenbart skev könsbalans i styrelsen, eller där det fanns ledamöter sedan ett par år utan aktieäggande. Det är främst i mindre bolag som brister identifieras. Vi har också uppmanat styrelser i vissa bolag att sätta klimatmål samt att koppla ledningens rörliga ersättning till dessa mål. Sedan ett par år är den svenska aktiebolagslagen tydligare med att den rörliga ersättningen även ska vara kopplad till bolagets hållbarhetsarbete, vilket gör att bolagen nu successivt anpassar sig till detta.

Nedan är några exempel på utfall av de dialogerna vi höll:

- **Ericsson:** Ökade andelen kvinnor i styrelsen i samband med årsstämman 2025
- **Bufab, Hexagon, Nordnet:** De ledamöter som saknade aktieäggande hade köpt aktier inför årsstämman 2025
- **Annhem, Epiroc, TF Bank, Vitec:** De ledamöter som saknade aktieäggande gjorde fortsatt det vid årsstämman 2025, vilket resulterade i att vi röstade mot dessa på stämman.

Fokusområde – Rörlig ersättning

Bolagsstämman är visserligen det högsta beslutande organet, men den pågår bara en eftermiddag om året. Resten av tiden är det styrelse och ledning som fattar besluten – de beslut som i förlängningen bygger eller river bolagets värde. Den avgörande frågan blir därför: hur säkerställer vi att deras mål och prioriteringar ligger i linje med våra som ägare?

Det är långt ifrån självklart. Ledning och ägare kan ha olika tidshorisonter, olika mått på framgång och ibland helt olika fokus. Är det tillväxt, lönsamhet, utdelning eller aktiekursutveckling som ska väga tyngst? Och kan ledningen faktiskt ha gjort ett bra jobb även om aktien har fallit? Ja, det kan den – och just därför är utformningen av rörlig ersättning så central.

När rörlig ersättning – bonusar, incitamentsprogram och aktiebaserad kompensation – är väl utformad blir den ett av de mest kraftfulla verktygen för att styra bolaget i rätt riktning. Är den däremot felkalibrerad kan den driva kortsiktighet, överdrivet risktagande och i värsta fall värdeöverföring från ägare till ledning.

Ett av de mest grundläggande sätten att skapa intressegemenskap är att styrelse och ledning själva äger aktier. "Pilotskolan", som principen ibland kallas, bygger på att de som styr också investerar egna pengar – en tydlig signal om långsiktig tilltro till bolaget. Därför ser vi positivt på aktiebaserade ersättningar som knyter belöningen till bolagets strategi och långsiktiga värdeutveckling.

Tidshorizonten är en viktig faktor. Om ersättningen främst kopplas till kortsiktiga mål – som att snabbt lyfta vinsten, öka omsättningen eller få aktiekursen att se bra ut för stunden – blir det lätt fel fokus. Då kan ledningen lockas att dra ned på investeringar, ta onödigt stora risker eller finputs siffrorna inför bokslut. Resultatet? Starka kvartal på pappret, men ett svagare bolag på sikt.

Samtidigt är motsatsen inte heller bra. Om programmen är för generösa och för långsiktiga kan ledningen få stora utbetalningar även när resultaten är halvljumma. Då urholkas kopplingen mellan faktisk prestation och belöning, och ägarna får stå för kalaset. Utmaningen är att hitta rätt balans – att belöna det som faktiskt skapar värde och samtidigt se till att bolaget utvecklas åt rätt håll över tid.

Och glöm inte governance-perspektivet: marknaden har blivit allt mindre förlåtande mot otydliga mål, krångliga modeller och ersättningar som inte hänger ihop med resultaten. Sådant syns snabbt i form av lägre förtroende – och lägre värdering. För att vi ska stödja ett rörligt, aktiebaserat program behöver följande vara uppfyllt:

- Tydliga, mätbara och relevanta mål, gärna inklusive hållbarhets- och klimatmål.
- Koppling till bolagets strategi och långsiktiga värdeskapande.
- Långsiktighet, normalt minst tre års intjänandeperiod.
- Egen investering, så att deltagarna tar del i risken.
- Hög transparens, från tidig ägardialog till tydlig rapportering.
- Rimlig kostnad och utspädning, tydligt redovisad i förväg.
- Inga syntetiska instrument eller externa finansieringslösningar, då dessa skapar dolda risker.

Exempel

Dynavox långsiktiga ersättningsprogram

Om bolaget

Dynavox Group är ett svenskt bolag som utvecklar kommunikationshjälpmedel, så kallade AKK (alternativ och kompletterande kommunikation). Deras lösningar gör det möjligt för personer med funktionsnedsättningar att kommunicera med sin omvärld genom exempelvis ögonstyrning eller pekskärm – ett område där Dynavox är världsledande.

Carnegie Fonder som engagerad ägare

Carnegie Fonder är en av de största ägarna i Dynavox. När vi har ägarpositioner av denna storlek innebär det inte bara ansvar utan även möjlighet att bidra konstruktivt till bolagets fortsatta utveckling. Vi för löpande dialoger – inte enbart när det gäller utmaningar eller förbättringsområden, utan också i bolag som redan är starkt positionerade och där vi ser ytterligare potential. Det kan handla om att stärka goda strukturer, säkerställa långsiktig riktning eller lyfta fram aktieägarperspektivet i frågor där bolag och ägare kan se på målsättningar ur olika vinklar.

Dialog om bolagets LTIP (Long-Term Incentive Plan)

Att vi tror på bolaget speglas i hur många av våra fonder som äger aktien, samtidigt som vi med denna dialog bidrar med just aktieägarperspektivet.

Långsiktiga incitamentsprogram är viktiga för att säkerställa att bolagets ledning uppmuntras att leverera hållbart värdeskapande i linje med bolagets långsiktiga mål. Under de senaste åren har vi fört en löpande och konstruktiv dialog med Dynavox kring deras LTIP. Syftet har varit att tydliggöra och stärka kopplingen mellan programmets prestationsmätt och bolagets kommunicerade målsättningar, samt att bredda uppsättningen nyckeltal för att främja väl avvägda beslut över tid.

Tidigare innehöll programmet ett prestationsmätt baserat på EBIT-tillväxt med ett tröskelvärde på 10 procent, vilket vi bedömde som lågt och inte i linje med bolagets publikt kommunicerade ambitionsnivå.

Efter löpande dialog har Dynavox under vintern återkommit med ett omarbetat program och en tydlig och transparent kommunikation. I det reviderade förslaget har bolaget nu höjt EBIT-målet till 20 procent och dessutom lagt till ett marginalmål, vilket sammantaget stärker programmets relevans och tydligt ökar ambitionsnivån.

Det nya förslaget visar att bolaget tagit till sig av våra synpunkter och arbetat fram ett program som enligt vår bedömning bättre främjar långsiktigt värdeskapande, ökad tydlighet och god samsyn mellan ledning och aktieägare.

Dynavox är ett innehav i följande fonder:

- Carnegie Global Resilient Small Cap
- D&G Småbolag
- Carnegie Spin-off
- Carnegie All Cap
- Carnegie Small & Micro Cap

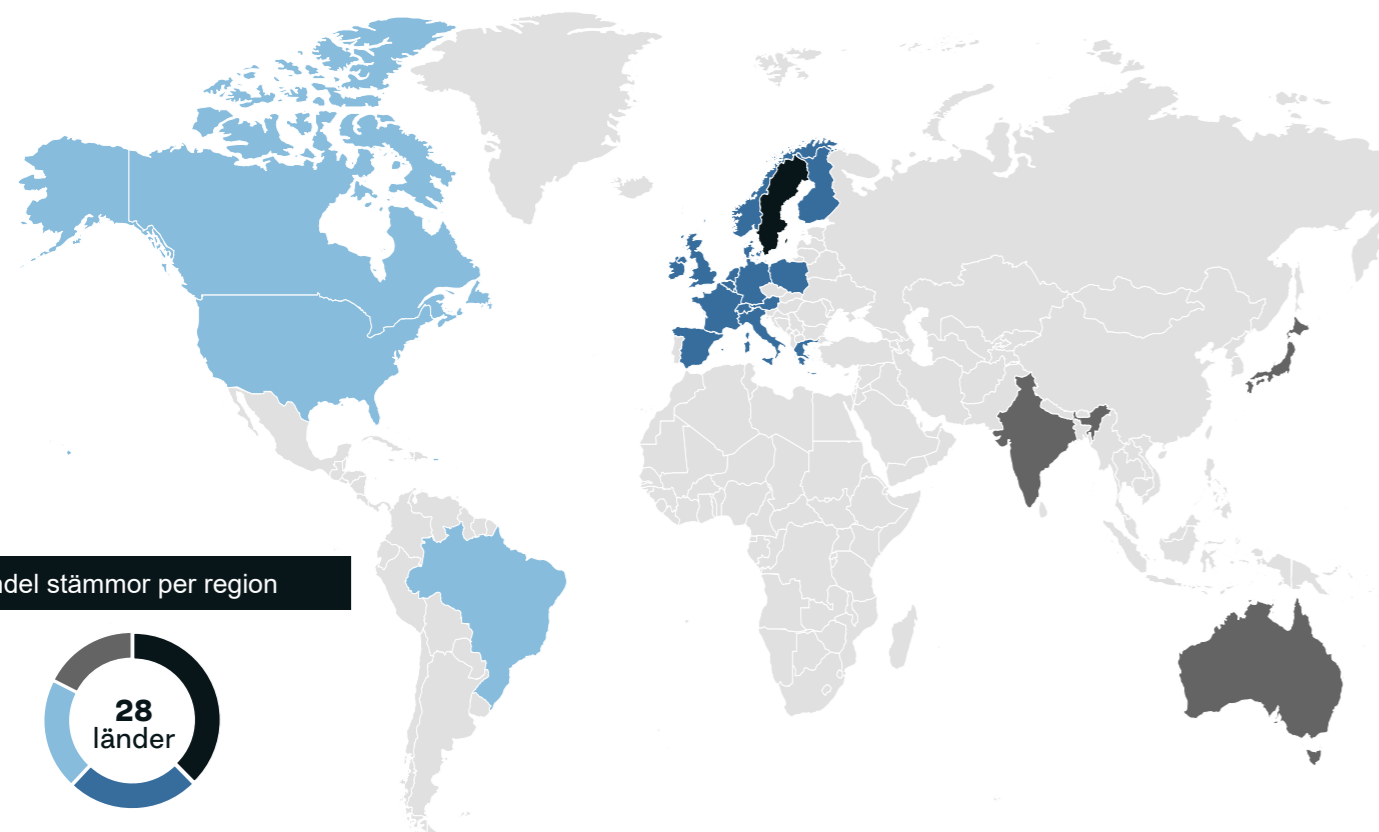
3. RÖSTNING PÅ BOLAGSSTÄMMOR

Bolagsstämman är bolagets högsta beslutande organ – och utgör den formella möjligheten för aktieägare att påverka bolagen.

Hur fungerar det?

Bolagsstämmor är en naturlig del av vår aktiva förvaltning för att skydda värdet av investeringarna och skapa god avkastning i de portföljer vi förvaltar. Målet är att rösta på samtliga stämmor där fonderna har placeringar. Som en direkt följd av fondernas storlek har Carnegie Fonder störst andelar i svenska aktiebolag.

Carnegie Fonders hållbarhetsteam bereder samtliga frågor som ska behandlas av stämmorna. Arbetsgruppens förslag till röstning utgår ifrån den av styrelsen fastställda Policyn för ansvarsfulla investeringar och ägarengagemang samt interna regler för strategier vid utövande av rösträtt vid bolagsstämma. Vid de utländska stämmorna (ex Norden) använder vi oss även av analyser från Glass Lewis som input. Förslagen förankras hos berörda förvaltare innan rösterna avges. Vid stämmorna kan vi exempelvis följa upp på eventuella dialoger med valberedning inför stämman, såsom att samtliga ledamöter bör äga aktier. Om detta trots vår uppmaning fortfarande inte är fallet, röstar vi i regel mot den ledamot som fortsatt saknar ett aktieäggande.

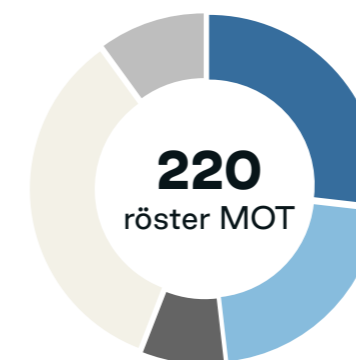


RÖSTNING 2025

” Under året har vi tydligt agerat inom våra fokusområden och bland annat konsekvent röstat mot styrelseledamöter som saknar aktieäggande samt ersättningsprogram som inte är i aktieägarnas bästa intresse. ”

ANNA STRÖMBERG, Hållbarhetsansvarig

Röstning inom våra fokusområden



- Val av styrelseledamöter
- Kapitalallokering
- Övriga styrelsefrågor
- Ersättningsfrågor
- Aktieägarförslag

497
Röstade bolagsstämmor

107
Stämmor MOT minst ett förslag

Kategorier	Totalt	För	Mot
Val av styrelseledamöter	2 438	2 379	59
Ersättningsfrågor	1 005	958	47
Kapitalallokering	807	790	17
Aktieägarförslag	108	33	75
Övriga styrelsefrågor	3 714	3 692	22

Geografi	Antal bolag	Antal stämmor	Antal förslag	Antal FÖR	Antal MOT
Sverige	162	187	4 773	4 718	55
Övriga Europa	107	121	1 866	1 799	67
Nordamerika	98	102	974	872	102
Asien	50	87	459	458	1
Totalt	417	497	8 072	7 847	225

4. VALBEREDNINGAR

En valberedning är ett organ som har till uppgift att förbereda förslag till styrelseledamöter, styrelseordförande och revisorer, samt tillhörande arvoden. Syftet är att ta fram väl underbyggda förslag till årsstämman, som sedan fattar de slutliga besluten.

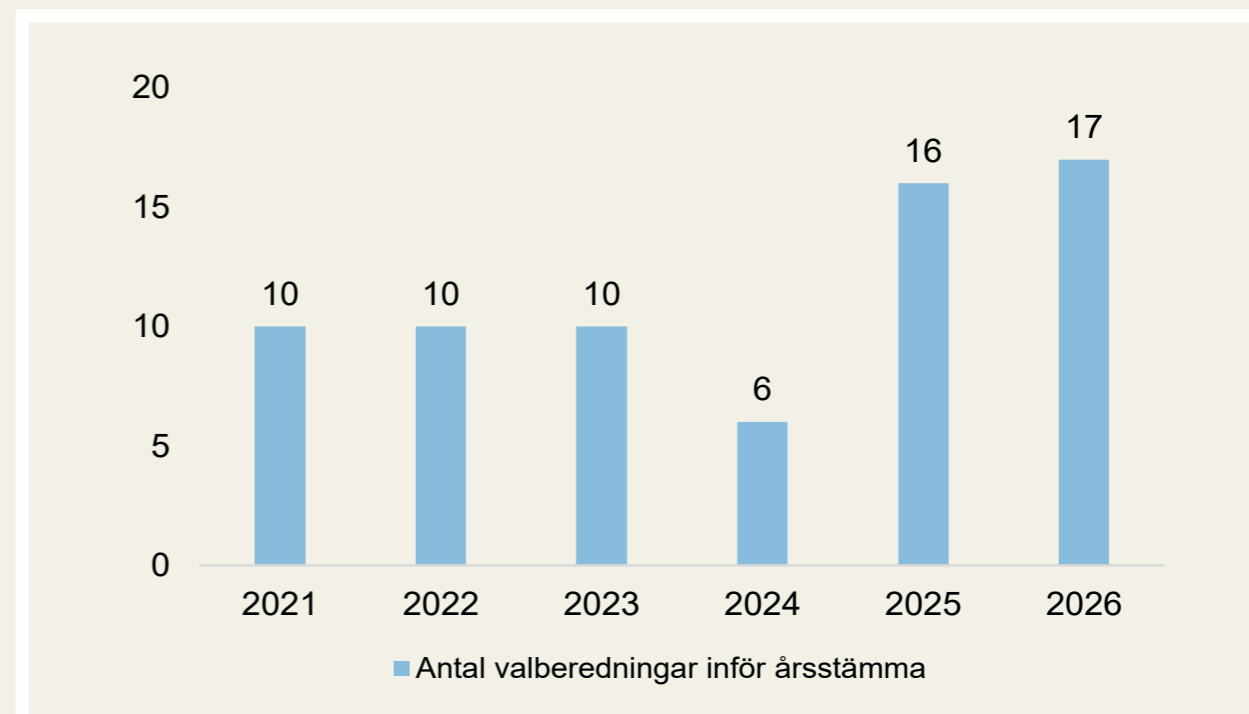
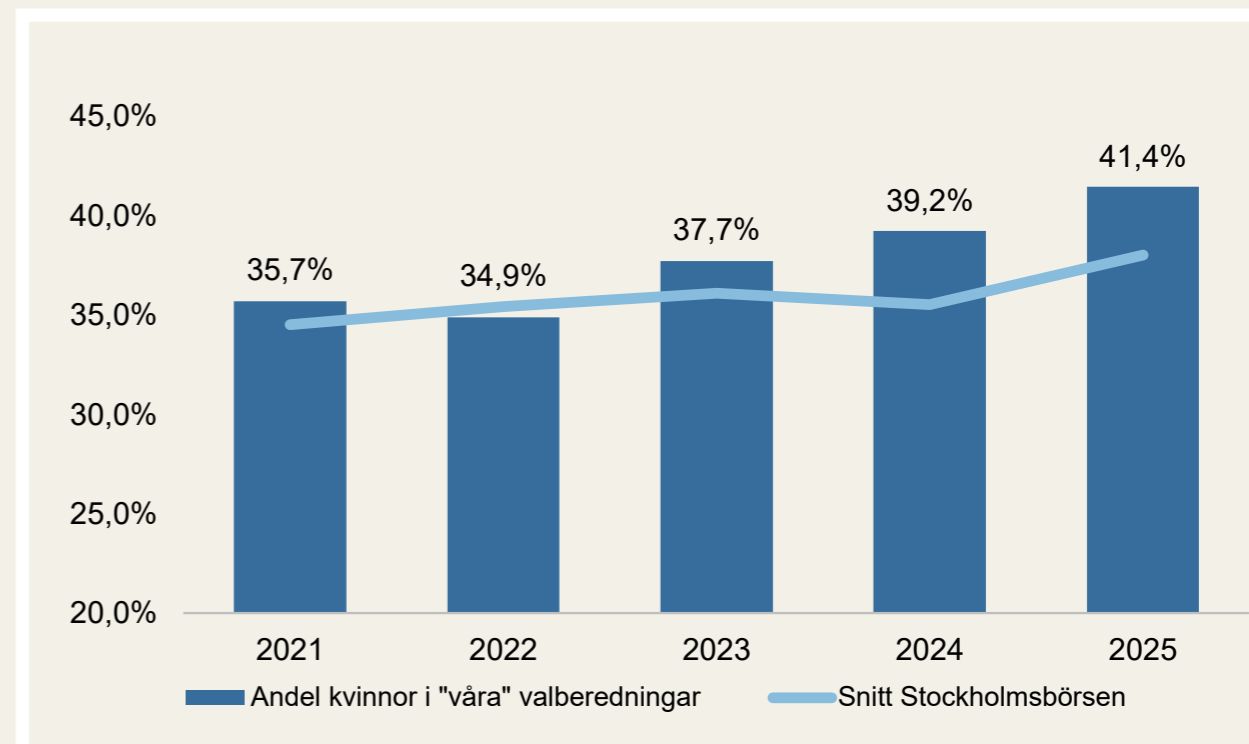
Hur fungerar det?

Valberedningen ska säkerställa att de kandidater som föreslås har rätt kompetens, erfarenhet och oberoende för att bidra till bolagets långsiktiga framgång och god styrning.

Valberedningen består vanligtvis av representanter för bolagets största aktieägare. I svenska börsbolag innebär det ofta att institutionella investerare, såsom pensionsfonder, fondbolag och försäkringsbolag, är återkommande deltagare i flera valberedningar. Detta beror på att de kontrollerar stora kapitalmängder och därmed har betydande inflytande över många bolag. Genom vårt deltagande i valberedningar har vi direkt påverkan på styrelsesammansättningen i flera av våra svenska innehav.

Deltagande i valberedningar inför årsstämmorna 2026

Bolag	Representant
Atrium Ljungberg	Anna Strömberg
Asmodee	Kristian Åkesson
Bulten	Viktor Henriksson
Coor Service Management Holding	Kristian Åkesson
Dometic Group	Simon Peterson
Duni	Mattias Sjödin
Elanders	Viktor Henriksson
Getinge	Anna Strömberg
Hexpol	Mattias Sjödin
John Mattson	David Östman
Lifco	Simon Blecher
Lindab International	Kristian Åkesson
Mildef Group	Mattias Montgomery
NCAB Group	Simon Peterson
NCC	Mattias Sjödin
Skanska	Simon Blecher
Solid Försäkring	Eric Stussare
Synsam	Isak Lenholm
Wall To Wall Group	Gustav Andersson



”EN GEMENSAM NÄMNARE ÄR ATT DE SKA HA INTEGRITET”



Att bygga en styrelse är mer än att fylla platser — det handlar om långsiktigt värdeskapande. Mattias Sjödin, förvaltare av Carnegie Sverigefond och aktiv i tre valberedningar, följer i sin roll många styrelser över tid och i flera olika bolag. I samtal med Mattias delar han sina reflektioner kring vad som driver långsiktigt värdeskapande och vilka avvägningar som ofta ligger bakom besluten i en valberedning.

Vad innebär arbetet i en valberedning, och hur bidrar det till långsiktigt värdeskapande?

– Att sitta i en valberedning är ett tydligt uttryck för vårt ägaransvar. Uppdraget handlar ytterst om att säkerställa att bolagen har styrelser med rätt kompetens och förutsättningar att möta framtida utmaningar.

Arbetet omfattar bland annat att analysera styrelsens utvärdering, identifiera kompetensbehov, genomföra sökprocesser och ta fram välgrundade förslag till årsstämman. Även ersättningsfrågor är centrala, där vi behöver balansera konkurrenskraft, rimlighet och långsiktighet.

Genom detta arbete bidrar vi till långsiktigt värdeskapande. En väl sammansatt styrelse stärker bolagets strategiska riktning och kvaliteten i beslutsfattandet. Här spelar kompetens, erfarenhet och mångfald – inklusive könsfördelning – en viktig roll.

Vilka faktorer påverkar vilken kompetens som behövs i en styrelse?

– Behoven skiljer sig ofta åt mellan bolag. Faktorer som bolagets storlek, affärsmodellens komplexitet, graden av internationalisering och

tillväxtprofil påverkar vilken kompetens som behövs i styrelsen. Även innovationshöjd och om bolaget befinner sig i en omställningsfas är viktiga utgångspunkter.

Om bolagets inriktning förändras behöver också styrelsens sammansättning utvecklas. Det kan handla om strategiska skiften, avknoppningar, större förvärv eller ökad internationell närvaro. I sådana lägen blir det särskilt viktigt att tillföra kompetenser som speglar bolagets framtida behov snarare än dess historik.

Vad är viktigast när man letar efter nya styrelseledamöter?

– Utgångspunkten är alltid den befintliga styrelsen. Nya ledamöter ska komplettera, inte duplicera, den kompetens som redan finns. Vi tittar på relevant erfarenhet, men också på hur personen fungerar som del av en helhet. Kontinuitet är också viktigt – en styrelse behöver tid för att fungera väl tillsammans, samtidigt som förnyelse krävs med jämna mellanrum.

Vad letar du efter bortom det som står i ett CV?

– Det finns en gemensam nämnare för de styrelseledamöter vi gärna nominerar: de ska ha integritet. I många bolag finns starka huvudägare, och då blir det extra viktigt med ledamöter som vågar ifrågasätta, ta diskussioner och säga vad de faktiskt tycker.

Vi lägger stor vikt vid att bilda oss en helhetsuppfattning om personen. Engagemang är centralt – kandidaten ska verkligen vilja ta uppdraget, och vi ser gärna att styrelseledamöter också är, eller inom kort blir, aktieägare i bolaget.

Hur bedömer man styrelseledamöters faktiska bidrag?

– Närvaro är en hygienfaktor, men säger inte allt. Vi för dialog med framförallt styrelseordförande men även vd om hur

ledamöterna bidrar till diskussionernas kvalitet, vilket engagemang de visar och vilka perspektiv de tillför. Intervjuer med övriga styrelseledamöter kompletterar bilden.

Är man ofta överens inom valberedningen?

– I de valberedningar jag deltagit i har vi generellt sett varit överens i de flesta frågor, men det förekommer naturligtvis olika perspektiv. Synen på behovet av förändring i en styrelse kan exempelvis skilja sig åt, och ersättningsnivåer är nästan alltid föremål för diskussion. Processen blir betydligt enklare när det finns en gemensam bild av om och varför förändringar behövs.

Vilka varningssignaler ser du i styrelser som inte fungerar väl?

– Tydliga varningssignaler är när svåra frågor undviks, när styrelsen blir passiv eller när förtroendet mellan styrelse och ledning brister. Lågt eget aktieäggande kan också indikera svagt incitament. Om strategiska felbeslut inte adresseras är det ytterligare ett tecken på att styrelsearbetet inte fungerar som det ska.

Finns det någon faktor som är särskilt avgörande för en välfungerande styrelse?

– Valet av styrelseordförande är helt avgörande. Ordföranden sätter tonen i arbetet, påverkar relationen till vd och formar styrelsens dynamik. Att utse rätt ordförande är därför en av valberedningens absolut viktigaste uppgifter.

5. SAMARBETEN

Genom samverkan med andra i branschen stärker vi vårt gemensamma ansvar och påverkan i viktiga hållbarhetsfrågor. Nedan är exempel på hur detta görs.



CDP uppmanar företag och städer att mäta, redovisa och minska sin klimatpåverkan, inte minst avseende utsläpp av växthusgaser. Syftet är att öka transparensen om miljöpåverkan och ge investerare och andra intressenter bättre beslutsunderlag för hållbara investeringar. Carnegie Fonder stödjer CDP sedan 2017 och deltar årligen i kampanjer som backas av hundratals institutionella investerare som kontaktar bolag och uppmanar de att rapportera data till CDP.



Carnegie Fonder är medlem i Institutionella Ägares Förening (IÄF) sedan 2023. IÄF är en ideell förening med ändamål att tillvarata medlemmarnas intressen som institutionella ägare på den svenska aktiemarknaden genom att främja en god utveckling av självregleringen på aktiemarknaden. Genom IÄF samverkar Carnegie Fonder med andra ägare om det förbättrar möjligheterna till ett aktivt och effektivt ägarutövande.

21-PUNKTSLISTAN

Många obligationsemittenter har ett bristfälligt underlag om sitt hållbarhetsarbete, vilket gör det svårt för investerare att analysera risker och möjligheter. Därför tog Carnegie Fonder, tillsammans med Spiltan Fonder, fram ett batteri av frågor gällande hållbarhet till emittenter. Initiativet lanserades sommaren 2020. Dessa frågor bedöms tillräckligt omfattande för att få en god inblick i hur företagen arbetar och vilka möjligheter eller utmaningar de ser framför sig. Svaren på dessa frågor blev vårt krav för att möjliggöra en investering från vår sida, och har blivit en branschstandard att använda sig av.

