

BOLAGSSTYRNING

en introduktion

av Robert Sevenius, oktober 2006 version 3.0



INNEHÅLLSFÖRTECKNING

DEL 1 BOLAGSSTYRNINGENS GRUNDER.....	4
1. INLEDNING.....	5
2. HISTORISK INTRODUKTION.....	13
3. BOLAGSSTYRNINGENS DEFINITIONER OCH BEGREPP	28
4. TEORIER OM FÖRETAG OCH STYRNING.....	43
5. PRAKTIKENS PROBLEM OCH DEBATTFRÅGOR.....	59
DEL 2 BOLAGSSTYRNINGENS REGELVERK	74
6. AKTIEBOLAGSLAGEN	75
7. BOLAGSKODEN.....	90
8. ANDRA NORMER SOM PÅVERKAR BOLAGSSTYRNINGEN	115
9. INTERNATIONELLA NORMER OCH UTREDNINGAR	136
DEL 3 BOLAGSSTYRNINGENS ESSENER.....	155
10. MEKANISMER I BOLAGSSTYRNINGEN	156
11. BOLAGSSTYRNINGSSYSTEMEN	173
12. SLUTORD.....	183
KÄLLFÖRTECKNING.....	186

Förkortningar

ABB	Asea Brown Boveri Ltd
ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
<i>BCCI</i>	<i>Bank of credit and commerce international</i>
BFL	Bokföringslag (1999:1078)
BrB	Brottsbalken (1962:700)
<i>CalPERS</i>	<i>California public employees' retirement system</i>
<i>CSR</i>	<i>Corporate social responsibility</i>
EBM	Ekobrottsmyndigheten
EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
EG	Europeiska gemenskapen
EU	Europeiska unionen
FAR	Föreningen auktoriserade revisorer (tidigare)
FI	Finansinspektionen
FK	Förtroendekommissionen
FN	Förenta nationerna
<i>FRC</i>	<i>Financial reporting council</i>
H & M	Hennes & Mauritz AB
<i>IAS</i>	<i>International accounting standards</i>
<i>IFRS</i>	<i>International financial reporting standards</i>
IL	Inkomstskattelag (1999:1229)
<i>ILO</i>	<i>International labour organization</i>
IMM	Institutet mot mutor
JM	John Matsson byggnadsaktiebolag
LBC	Lag (1992:534) om börs och clearingverksamhet
LBO	Leveraged buyout
LIF	Lag (2004:1114) om investeringsfonder
LKAB	Luossavaara-Kiirunavaara AB
LO	Landsorganisationen i Sverige
LOE	Lag ((2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
MB	Miljöbalken (1998:808)
MSA	Mannheimer Swartling (advokatbyrå)
<i>NASDAQ</i>	<i>National association of securities dealers automated quotations</i>
NBK	Näringslivets börskommitté
<i>NGM</i>	<i>Nordic growth market</i>

<i>NGO</i>	<i>Non-governmental organisation</i>
<i>NYSE</i>	<i>New York stock exchange</i>
<i>OECD</i>	<i>Organisation for economic co-operation and development</i>
PUL	Personuppgiftslagen (1998:204)
ROE	Stockholmsbörsens regler om offentliga erbjudanden
RR	Redovisningsrådet
RRV	Riksrevisionsverket
<i>SEC</i>	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SFF	Sveriges finansanalytikers förening
SHB	Svenska Handelsbanken
SJ	Statens järnvägar AB
SL	Stiftelselag (1994:1220)
SNS	Studieförbundet näringsliv och samhälle)
SOM	Samhälle opinion media (institut)
SOU	Statens offentliga utredningar
<i>SOX</i>	<i>Sarbanes – Oxley Act</i>
SRS	Revisorssamfundet SRS
<i>UCITS</i>	<i>Undertakings for collective investment in transferable securities</i>
u.p.a.	Utan personligt ansvar
<i>USA</i>	<i>United states of America</i>
VD	Verkställande direktör
ÅRL	Årsredovisningslagen (1995:1554)

DEL 1 BOLAGSSTYRNINGENS GRUNDER

Kap. 1 Inledning

Kap. 2 Historisk introduktion

Kap. 3 Bolagsstyrningens definitioner och begrepp

Kap. 4 Teorier om företag och styrning

Kap. 5 Praktikens problem och debattfrågor

Aktiebolaget är en rättslig teknik för kapitalanskaffning och företagande som utvecklats under närmare femhundra år. Företagandet i aktiebolagsformen har ofta föranlett spekulation och skandaler vilket i sin tur medför att regelverket successivt förändrats. Bolagsstyrningen, en svensk översättning av engelskans *corporate governance*, definieras vanligen som ett system för styrning och kontroll av företag. Det finns samtidigt många olika definitioner av bolagsstyrning vilket visar att företeelsen inte är enhetlig eller lätt att överblicka. Bolagsstyrning knyts vanligen till den ekonomiska teoribildning som kallas agentteori som bygger på relationen mellan uppdragsgivare (principalen) och uppdragstagare (agent) men det finns många andra teorier som söker förklara bolagsstyrningen. En central fråga för den offentliga debatten kring bolagsstyrningen är ersättningen till företagsledningar. Andra viktiga tema för debatten är bl.a. aktieägarnas passivitet och snedrekryteringen till företagsledningen.

Kapitlet är en introduktion till bokens innehåll och disposition. Kapitlet beskriver också några av de grundläggande förutsättningarna – bolagsstyrningens olika analysnivåer, skiljelinjen mellan bolagsstyrning och finansiering samt rättsekonomisk analys.

1. INLEDNING

1.1. Bakgrund och disposition

Bolagsstyrning, eller *corporate governance*, har under 2000-talets första år blivit ett ord på var affärsmans och affärskvinnas läppar. Det finns knappast några företag, ägare, företagsledare eller personer i andra relationer till företag som inte diskuterat, analyserat och genomfört olika åtgärder för att förstärka sin bolagsstyrning på senare tid. Om syftet varit att förbättra företagets prestationer, återskapa ett förlorat förtroende eller för att efterleva nya normer inom näringslivet kan vi tillsvidare lämna osagt. Förhoppningarna är dock stora.

Policy makers are now more aware of the contribution good corporate governance makes to financial market stability, investment and economic growth. Companies better understand how good corporate governance contributes to their competitiveness. Investors – especially collective investment institutions and pension funds acting in a fiduciary capacity – realise they have a role to play in ensuring good corporate governance practices, thereby underpinning the value of their investments.¹

Denna bok är en introduktion till de grundläggande resonemangen inom bolagsstyrning samt en översikt över delarna i systemet bolagsstyrning. Syftet är att ge inledande förståelse till personer som haft begränsad kontakt med frågorna och bakgrunden till dessa. Boken är tänkt som en lärobok där pedagogisk och generell framställning har företrädelse framför alltför tekniska och detaljerade utläggningar. Det ska dock inte hindra att boken får en i många avseenden praktisk ton. Förhoppningen är att den ska kunna läsas med behållning av såväl teoretiskt som praktiska intresserade. Vidare är framställningen inriktad mot att väcka intresse kring de frågor som diskuteras inom bolagsstyrning och att bidra med en första, måhända schematisk, bild över ämnet snarare än att samvetsgrant räkna upp all den forskning, praxis och debatt som ligger till grund för detta.

Bolagsstyrning präglas snarast av mångfalden av debatter och teman än av konsensus och fastslagna definitioner. Det finns många utredningar och studier inom området, baserade på allt från tyckande till empiriskt baserad vetenskap. Så här inledningsvis är det därför viktigt att inte undertrycka denna brist på konsensus i även många av de grundläggande frågorna inom bolagsstyrningen. Bolagsstyrning är ett mycket mångbottnat och divergerande ämne. Framställningen syftar till att i rimlig mån förmedla flera olika tänkares och tyckares ståndpunkter i bolagsstyrning. I en bok som syftar till introduktion är det dock ogörligt att fullständigt redovisa allt eller ens ange majoriteten av de många böcker, artiklar, pressklipp, seminarier, skrivelser, utredningar och normsamlingar som sett dagens ljus under etiketten bolagsstyrning. De låter sig knappast ens längre räknas. Detta förhindrar dock inte att många verk som belyser den svenska debatten återfinns i boken. För läsaren är budskapet alltså att det nedan sagda är en avstamp för fördjupade studier i bolagsstyrning. Med hjälp av

¹ OECD Principles of corporate governance, 2004.

referenserna i slutet av kapitlen och längst bak i boken kan man komma vidare till mer ingående undersökningar i bolagsstyrningen.

Boken är uppdelad i tre avdelningar med underliggande kapitel:

Avdelning 1, Bolagsstyrningens grunder, är en inledande del som ger bakgrunden och viktiga teman för ämnet och debatten. I denna del beskrivs historik, definitioner, debattfrågor, skandaler och teorier som ligger till grund för bolagsstyrningen.

Avdelningen visar att bolagsstyrningen är inte bara ett modernt påfund, även om det har hänt mycket vad gäller regelverk och utredningar under de senaste åren. Aktiebolaget, som en form för företagande, är en rättslig teknik som använts och utvecklats under närmare femhundra år. Bolagsstyrningen, som är en svensk översättning av engelskans *corporate governance*, definieras vanligen med hjälp av orden styrning och kontroll. De olika definitionerna av bolagsstyrning visar ändå sinsemellan många olikheter. Bolagsstyrning knyts vanligen till den ekonomiska teoribildning som kallas agentteori som bygger på relationen mellan uppdragsgivare (principalen) och uppdragstagare (agent). En central fråga för den offentliga debatten kring bolagsstyrningen är ersättning till ledande befattningshavare. Höga ersättningsnivåer och andra förmåner till företagsledare är många gånger källan till de företagsskandaler som uppdragats och är kanske en av de allra viktigaste frågorna för bolagsstyrningen.

Kap.	Rubrik	Innehåll
2	Historisk introduktion	2.1 En teknik för kapitalanskaffning; 2.2 Skandalerna i företagets kölvatten; 2.3 Tidiga tankar om förvaltning och företagande; 2.4 Vägen till modern bolagsstyrning.
3	Bolagsstyrningens begrepp och definitioner	3.1 Bolagsstyrningens många definitioner; 3.2 Demarkering av bolagsstyrningens gränser; 3.3 Svagheterna i bolagsstyrningen.
4	Teorier om företag och styrning	4.1 Inledning; 4.2 Vad är ett företag egentligen?; 4.3 Agenter mot principaler; 4.4 Dansen runt företaget; 4.5 Rösta eller gå; 4.6 Informationsövertaget för företagsledningen.
5	Praktikens problem och debattfrågor	5.1 Problem och misslyckanden; 5.2 Ersättning till ledande befattningshavare; 5.3 Styrelsens arbete och organisation; 5.4 Snedrekrytering till styrelser och ledning; 5.5 Kontrollägarandet i näringslivet; 5.6 Den passiva aktieägaren; 5.7 Röstvärdesdifferenser; 5.8 Staten som kontrollägare; 5.9 Andra frågor i bolagsstyrningsdebatten

I avdelning 2, Bolagsstyrningens regelverk, presenteras de regelverk som har relevans för bolagsstyrningen. I centrum är den grundläggande lagen på området, den nyligen ikraftträdde aktiebolagslagen, och den likaså nyligen ikraftträdde svensk kod för bolagsstyrning.

Denna del är en översikt av det omfattande regelverk som berör bolagsstyrning. Vissa regler är direkt inriktade mot att reglera frågorna inom bolagsstyrningen, t.ex. aktiebolagen, andra påverkar bolagsstyrningen indirekt, t.ex. skattelagstiftningen. Ett viktigt fokus är dock de

utomrättsliga normer som får formen av s.k. koder och policyer, inte minst av internationellt ursprung. Även om den svenska aktiebolagsrättsliga normgivningen betecknas som modern och funktionell har normgivare och näringsliv ansett sig föranledda att ta nya initiativ inom bolagsstyrningen. Kännedom om aktiebolagslagen är inte längre tillräckligt utan många andra uttalade normer och praxis måste beaktas.

Kap.	Rubrik	Innehåll
6	Aktiebolagslagen	6.1 Introduktion till reglerna i bolagsstyrningen; 6.2 Om aktiebolagslagen; 6.3 Aktiebolagets intressekonflikter och regleringsmodeller; 6.4 Den interna maktfördelningen; 6.5 De aktiebolagsrättsliga dokumenten; 6.6 Aktiens rättighetsinnehåll.
7	Bolagskoden	7.1 Bakgrund till bolagskoden; 7.2 Utgångspunkt för bolagskoden; 7.3 Följsamhet eller förklaringar; 7.4 Bolagskodens disposition; 7.5 Bolagskodens regler.
8	Andra normer som påverkar bolagsstyrningen	8.1 Självregleringen och dess organisatörer; 8.2 Informations om företag, aktieägare och annat; 8.3 Publika företagsförvärv; 8.4 Skatterätt och ägarverktyg; 8.5 Straffrätt; 8.6 Finansiella avtal och andra utfästelser.
9	Internationella normer och utredningar	9.1 EU och EG-rätten; 9.2 Frivilliga internationella regler; 9.3 Internationella inspirationskällor

Avdelning 3, Bolagsstyrningens essenser, är en sammanbindande del av texten som syftar till att sammanföra de olika delarna till en mer sammanhållen bild av bolagsstyrningen. Avdelningen är inriktad mot att visa de olika mekanismer som används för bolagsstyrning såväl som det system som bolagsstyrningen formar.

I många böcker om bolagsstyrning används ordet mekanism för att ordna och förklara de olika verktyg bolagsstyrarna kan använda för att förändra eller säkerställa bolagsstyrningen i ett företag. Exempelvis kan företagsledningens mandat eller sammansättning förändras av aktieägarna genom deras rätt att rösta vid bolagsstämman. Begreppet mekanism är dock inte helt klarlagt och det finns ingen uttömmande förteckning över bolagsstyrningens mekanismer. Bolagsstyrningen kan även delas in i två olika system, dels det interna bolagsstyrningssystemet som består av de olika bolagsorganen och samspelet mellan dessa, dels det externa bolagsstyrningssystemet som består av de olika intressenterna kring företaget och de mekanismer de kan använda för att påverka företaget. Avdelningen avslutas med en friare tolkning av bolagsstyrningens betydelse och utmaningar.

Kap.	Rubrik	Innehåll
10	Mekanismer i bolagsstyrningen	10.1 Summan av bolagsstyrningens problem; 10.2 Vad är en mekanism?; 10.3 Mekanismerna i bolagsstyrningen.
11	Bolagsstyrningssystem	11.1 Systemsynsättet; 11.2 Det interna bolagsstyrningssystemet; 11.3 Det externa bolagsstyrningssystemet.

Kap.	Rubrik	Innehåll
12	Slutord	

Framställningen uppdelning gör att den kan läsas på flera olika sätt. I huvudsak är boken tänkt att vara en rimligt överskådlig introduktion till bolagsstyrningen som kan läsas från pärm till pärm. För de som är intresserade av den mer teoretiska sidan av bolagsstyrningen ger den första och sista avdelningen en grundläggande bild. Dessa syftar till förståelse av de breda frågorna och systematiken i bolagsstyrningen. För den mer praktiskt inriktade är del två och tre troligen mest användbara. Delarna är inriktade mot de regler och arbetsverktyg för aktörerna som tillämpar inom bolagsstyrningen. Bokens disposition följer en naturlig bana från det lite mer allmänna och lättillgängliga i början till det mer tekniska och detaljerade i slutet. Även om delarna hänger ihop och korsbefruktar varandra bör man även bli något lite klokare även av ett begränsat läsande av ett fåtal kapitel eftersom de har en i stort självständig utformning. Varje kapitel inleds med en kort programförklaring och avslutas med en sammanfattande punkter samt en lista över viss referenslitteratur.

Det är problematiskt att ordna ett så rikt och disparat material som debatten kring bolagsstyrning på ett pedagogisk och samtidigt rättvisande sätt. Så här initialt ska vi skissera sig några principiella dimensioner. En första dimension är att bilda en uppfattning om vilka analysnivåer som kan användas i bolagsstyrningen (1.2). En andra dimension handlar om att skilja på finansiering och bolagsstyrning (1.3). För det tredje är det även principiellt viktigt att förstå möjligheterna och begränsningarna med att behandla juridik och ekonomi tillsammans, s.k. rättsekonomi (1.4).

1.2. Bolagsstyrningens analysnivåer

Analyser och debatter inom bolagsstyrning kan indelas i tre nivåer, i relation på de entiteter som berörs och är aktiva; samhället, aktieägarna och företaget.

Samhälls- och systemfrågor. På denna snarast politiska nivå har vi hela näringslivet och dess funktion i förhållande till samhällslivet inom vårt synfält. Ett aktuellt exempel på att bolagsstyrningen innefattar dessa perspektiv är den s.k. Förtroendekommissionen som tillsattes av regeringen och författades betänkandet Näringslivet och förtroendet. I kommittédirektivet Dir 2002:115 sägs att:

Det är viktigt att allmänheten har ett stort förtroende för näringslivet. Ärlighet, förtroende och öppenhet är grundpelare i samhällsekonomin och väsentliga för investerarens möjligheter att bedöma affärsmässigheten i olika verksamheter. Förtroendet för näringslivet är avgörande för företagens förmåga att skaffa kapital. Det påverkar enskilda människors arbete, sparande och pensioner och det påverkar också landets ekonomiska tillväxt.

På denna nivå utgör alltså bolagsstyrningen en viktig komponent i vårt samhälles sätt att fungera. Bolagsstyrningen är en samhällsstödjande process som ska vara medborgarna till gagn.

Bolagsstyrningen kan även ses som ett system. Enligt Ekonomirådets rapport 2003 är bolagsstyrningen ett system med uppgift att begränsa ombudsproblem och beslutsproblem i

näringslivet.² Systemet består av olika aktörer, t.ex. kontrollaktieägare och institutionella investerare, för vilka olika verktyg, eller mekanismer, står till buds för att påverka företagsledningen och företagen. Med Shleifers och Vishnys³ ord är mekanismerna inom bolagsstyrningen ekonomiska och rättsliga institutioner som kan förändras genom den politiska processen – ibland till det bättre.

Aktieägarfrågor. På denna nivå är sökljuset snarast på de olika aktörerna. Många inom näringslivet hävdar att företagsägande kräver en speciell typ av erfarenhet och kunnande; att företagsägande är en profession.⁴ Det pratas i bolagsstyrningssammanhang i positiva ordalag om ”ägare av kött och blod”, alltså fysiska personer med ingående kunskap om affärsverksamheten som har ett personligt engagemang i att bedriva bolagsstyrning, exempelvis Stefan Persson, huvudägaren i H&M, som brukar framhållas här.

Om ägandet verkligen är en marknad borde man med ett lån från Michel Porter⁵ kunna beskriva ägarnivån inom bolagsstyrningen drivs av fem konkurrenskrafter:

- *Konkurrenstryck* inom aktieägarbranschen, exempelvis mellan olika ägarsfärer, som Wallenberg och Industrivärden, vilket tagit sig uttryck i bl.a. maktspelet inom telekomföretaget Ericssons styrelse.
- *Inträdes- och utträdesbarriärer*, det kräver stort kapital för att komma in i branschen och är ibland sammankopplat med stora förluster i renommé att falla ur ägarbranschen, ett exempel är uppköpsföretaget Industri Kapitals inträde i ägarbranschens högre skikt genom högt belånade förvärv av stora företag vars affärsetik sedermera ifrågasatts i börsrelaterade transaktioner, bl.a. Perstorp, Intrum Justitia och Oriflame.
- *Substitut*, exempelvis andra ägarformer än direkt aktieägande som institutionellt ägande eller ägande genom riskkapitalföretag samt alternativa källor till finansiering, ett exempel är risk- och uppköpsföretagens aktiviteter som under senare tid sagts i viss utsträckning konkurrera ut börsnoteringar.
- *Förhandlingsstyrka från företagen*, bolagsledningarna och företagens verksamhet ställer krav på ägarna vad gäller t.ex. finansiering och styrning.
- *Förhandlingsstyrka från kapitalleverantörer*, t.ex. pensionsfonder och minoritetsaktieägarkollektivet.

Denna liknelse med konkurrensdrivkrafterna i ägarbranschen har givetvis sina begränsningar och ska inte drivas för långt. Aktieägare äger aktier, inte företag. Den illustrerar dock på ett sätt under vilka villkor ägare är verksamma. De första två nivåerna, samhälls- och ägarnivåerna, kommer vi i den tredje delen av boken förstå som ”det externa bolagsstyrningssystemet”.

Styrelse- och företagsfrågor. Det är dock på styrelsenivå det mesta av debatten inom bolagsstyrning rör sig, dock sällan helt isolerad från de andra nivåerna. Styrelsen är på många sätt gränssnittet mellan ägare och företag, samhälle och affärsverksamhet. Styrelsen är satt att arbeta med företagets bästa för ögonen. Enligt den s.k. intressentmodellen ska styrelse och

² T:son Söderström (red.), Ägarmakt och omvandling, 2003. Se vidare nedan beträffande problemställningarna.

³ Shleifer, Andrei, och Vishny, Robert W., *A survey of corporate governance*, Journal of finance, 1997.

⁴ Se t.ex. Fölster, Stefan, *Behövs svenska företag?*, i Jonung, Lars, (red.) *Vem skall äga Sverige*, SNS förlag, 2002.

⁵ Porter, Michael, *Competitive Strategy*, Free Press, New York, 1980.

företagsledning göra avvägningar mellan olika intressen hos samhällsinstitutioner, ägare och företagets kontrahenter. De flesta av reglerna som tillkommit under senare tid inom området siktar in sig på just arbetet i och sammansättningen av styrelsen, så också den svenska koden för bolagsstyrning. Även de andra organen i aktiebolaget – bolagsstämma, vd och revisor – är föremål för debatt och regler. Denna nivå är vad vi senare i boken kommer att förstå som ”det interna bolagsstyrningssystemet”.

1.3. Kopplingen mellan bolagsstyrning och finansiering

En annan dimension av debatten som inte får glömmas är att finansiering och bolagsstyrning är intimt sammankopplade. Även om framställningen ska renodla diskussionen till att handla om just bolagsstyrning innebär detta inte att finansieringen kan tas ut ur bilden. Bolagsstyrningen uppkommer just genom att företagsverksamhet i uppbyggnadsskedet och under löpande verksamhet måste finansieras på något sätt – i typfallet antingen genom aktiekapital eller lånat kapital. Dessa två finansieringssätt är inte bara olika sätt att få pengar till affärer utan utgör även två olika sätt att styra och kontrollera den som utför affärerna.⁶ Två olika metoder för bolagsstyrning som måste samsas i företagen.

Finansiering är dock i mycket en strikt ekonomisk disciplin som bygger på andra grundvalar än bolagsstyrningen. Den viktigaste skiljelinjen är den risk-avkastningsmodell som företagsfinansieringens verktyg och principer bygger på. Att företagande är riskfyllt tacklas enligt den modellen med ett krav på ersättning i form av avkastning från finansörerna. Ju större osäkerhet om företagets framtid, desto högre avkastningskrav. Riskerna kommer från verksamheten, marknaden, legala risker, omvärldsrisker m.m. Avkastningskravet är företagets kostnad för att finansiera verksamheten, i det enkla fallet med lånat kapital är avkastningskrav den utlåningsränta bankerna begär. Vad gäller aktieägarens avkastningskrav kan detta analyseras på olika sätt, t.ex. som räntabilitet på eget kapital. Ett nyckeltal som historiskt beräknas på basis av företagets redovisning genom att sätta företagets vinst i relation till ägarnas investerade kapital. Avkastningskravet är kapitalägarens kompensation för tjänsten att tillhandahålla kapitalet. Avkastningskravet påverkas av en mängd faktorer, framförallt villkoren på kapitalmarknaden.⁷ Men med ökade risker i företag stiger också kostnaden för att få tillgång till kapital, kapitalkostnaden, för företaget. Detta innebär i princip ett omvänt incitament för företagsledningen att agera så att riskerna i verksamheten hålls på en rimlig nivå och att värna om kapitalägarnas förtroende. I detta bidrar således en prismekanism för kapital till en viss återhållsamhet i alltför vidlyftiga affärer och förtroendeskadligt beteende. Eftersom ett framgångsrikt företag är självförsörjande med kapital från internt genererande medel är det dock inte nödvändigt att inhämta externt kapital genom i någon mån riskaverta kapitalägare. Utifrån denna horisont är bolagsstyrningens roll att hantera styrning och kontroll av företagen eftersom kapitalkostnadsmekanismen inte är tillräcklig. Bolagsstyrningens modell är istället att relatera risk till kontroll, en modell som skiljer men samtidigt kompletterar finansieringens grundmodell.

En annan grundläggande modell inom finansieringen som har starka band till bolagsstyrningen är principen om riskdiversifiering. En kapitalägare kan kompensera sig för risk i enskilda företag genom att sprida sina placeringar så kapitalet är investerat i flera olika företag och med flera olika typer av värdepapper, s.k. portföljteori.⁸ På detta sätt drabbar inte

⁶ Jfr bl.a. Williamson, Oliver, *Corporate finance and corporate governance*, Journal of finance, 1988.

⁷ Bl.a. kan avkastningskravet beräknas med hjälp av i *capital asset pricing model* (CAPM) där avkastningskravet är en funktion den riskfria räntan, marknadsriskpremien och avkastningens underliggande volatilitet.

⁸ Utvecklad av Harry Markowitz, mottagare av Sveriges Riksbanks pris i ekonomisk vetenskap till Alfred Nobels minne.

en nedgång i ett enskilt företag kapitalägaren fullt ut (jämfört med om investeraren satsat allt sitt kapital i detta företag) och kan motverkas genom uppgång i andra företag. Många aktieägare och andra kapitalförvaltare tillämpar denna typ av portföljförvaltning. Ett exempel är investeringsfonder, vilka satsar kapitalet i många olika typer av företag, värdepapper och världsdelar eftersom det finns risk för att marknaderna viker och enskilda företag kan få problem. Att kapitalägaren på egen hand kompenserar sig för risker i de enskilda företagen har starka återverkningar till bolagsstyrningen; för det första minskar incitamenten att styra, för det andra försvinner överblicken. Riskerna för kapitalägaren minskar genom metoden utan att denna behöver inflytande i de enskilda företagen. Kapitalet är således säkert ställt utan att investeraren behöver särskilda kontrollverktyg. Genom att investeraren har ett flertal mindre placeringar försvåras kontrollen. Portföljförvaltning snarast passiviserar aktieägare, vilket bolagsstyrningen i hög grad är en reaktion på.

Det finns många andra modeller och strategier inom finansieringen som på olika sätt kan relateras till bolagsstyrningen. Bolagsstyrningen lever i högsta grad i symbios med kapitalmarknadens byggstenar och flöden. Det viktiga här är dock bara en påminnelse att höja en varningsflagga för att inte förtränga finansieringsaspekten vid studiet av alla de regler och arbetsverktyg inom bolagsstyrningen.⁹ Bolagsstyrningen lever i nära symbios med kapitalmarknadens förutsättningar och konsekvenser.

1.4. En del juridik, två delar ekonomi

Ytterligare en viktig grundpelare i ämnet bolagsstyrning är den rättseconomiska metoden. Rättsekonomi, *law & economics*, är ett sätt att förhålla sig till samhällseliga fenomen som i bästa fall innebär att juridik och ekonomi behandlas som jämställda förklaringsmodeller eller analysredskap. I många fall tillämpas dock rättsekonomi som enbart en ekonomisk analys av rättsliga fenomen. Det finns många förklaringar till rättsekonominns upprinnelse. Efter den neoklassiska nationalekonomins brister i synen på hur företag fungerar internt och är organiserade har man inom samhällsvetenskaper kommit till ett stadium där liknande frågor ställs, särskilt inom företagandets villkor.¹⁰ Ett dilemma med rättsekonomi kontra juridik är att man inom disciplinerna ofta använder samma termer och koncept men med olika betydelse. Till exempel har ordet kontrakt mycket olika innebörd för en rättsekonom och en mer traditionellt skolad jurist.¹¹

Rättsekonomi ställs ofta mot den traditionella rättsdogmatiska metoden inom juridiken. Rättsdogmatiken uppfattas av jurister som icke-normativ, dvs. att den inte siktar mot något särskilt mål. Detta är inte fallet med den rättseconomiska analysen som underordnar juridiken ett högre mål. Rättsreglerna ska bidra till samhällseffektivitet och den gemensamma nyttan för alla medborgare. Från juristhåll hörs invändningen att rättsreglerna inte bara ska bidra till samhällseffektivitet utan även rättvisa i samhället. Dessutom beaktar rättsekonomi inte tillräckligt att utveckling av ekonomiskt beteende och rättsregler sker i växelverkan. De ekonomiska modellerna som används inom rättsekonomin är idealiserade och reduktionistiska för att kunna hantera ett eller ett fåtal resonemang. Inom t.ex. ett område som bolagsstyrning är det uppenbart att bolagsrätten inte står för sig själv byggs upp med hjälp av referenser till

⁹ Vidare läsning om finansiering kan ske i bl.a. Johansson, Sven-Erik och Runsten, Mikael, *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt – mått, samband och mätmetoder*, 3 uppl., Studentlitteratur, 2005 och Brealey, Richard A, m.fl., *Principles of corporate finance*, uppl. 8, McGraw-Hill, 2006.

¹⁰ Samuelsson, Per, *Om rättsekonominns uppkomst och inverkan på den aktiebolagsrättsliga forskningen*, Svensk juristtidning, 1994.

¹¹ Jfr Clarke, Robert Charles, *Agency costs and fiduciary duties*, i Pratt, John W. och Zeckhauser, Richard J. (red.), *Principals and agents: the structure of business*, Harvard business school press, 1985.

avtalsrätt, straffrätt, skatterätt, skadeståndsrätt m.m. Sådana flytande systemgränser är svåra att fånga upp i en strikt rättsekonomisk analys. För rättsdogmatiker har rättsekonomin därför betydelse framförallt som ett sätt att förstå effekterna av rättsreglerna på samhället och möjligen som ett bidra till resonemang de lege ferenda. Men rättsekonomisk argumentation har funnits i juridiken under lång tid, t.ex. den s.k. Learned Hand Formula inom skadeståndsrätten, även om det snarast skett på intuitivt och måhända godtycklig sätt utan att använda mer formella ekonomiska modeller.¹²

Utan att gå in på ytterligare svagheter och svårigheter med den rättsekonomiska analysen ska vi kort titta på hur rättsekonomi och bolagsstyrning hör samman. I en något polemisk skrift av Macey¹³ om den svenska aktiebolagsrätten hävdas att målet för aktiebolagsrätten är att tillhandahålla en kontraktsmässig infrastruktur för investerare i aktiebolag. Parterna bör kunna ändra dessa standardvillkor när villkoren inte stämmer överens med deras speciella behov. I den rättsekonomiska analysen brukar man försöka se igenom aktiebolagsrättens formella konstruktion av företaget som en juridisk person och istället fokusera på de relationer och transaktioner som finns mellan olika grupper inom och i anslutning till företaget. Flera författare menar att aktiebolaget är extra lämpligt att studera med rättsekonomiska glasögon eftersom aktieägarens ekonomiska intresse är den norm som ligger till grund för den juridiska konstruktionen.¹⁴ Ett ekonomiskt mål har tydligt företräde framför ett mer svårbegripligt formell rättvisa. Aktieägarnas rätt till avkastning stipuleras av ABL 3:3, som stadgar att bolagets verksamhet i normalfallet ska helt eller delvis syfta till att bereda vinst åt aktieägarna. Detta tolkas ofta som att företagets ändamål är att maximera vinsten för aktieägarna, man menar till och med att begrepp som rättvisa inte hör hemma i den bolagsrättsliga världen. Sådana tankegångar kan dock ämnet bolagsstyrning i någon mån vederlägga, bl.a. genom att påvisa bolagsrättens samband till demokratiska och maktfordelande tankemodeller.

¹² Samuelsson, Per, *Om rättsekonomens uppkomst och inverkan på den aktiebolagsrättsliga forskningen*, Svensk juristtidning, 1997.

¹³ Macey, Jonathan R, *Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – en rättsekonomisk analys*, SNS förlag, 1993.

¹⁴ Jfr exempelvis Bergström, Clas och Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem – en rättsekonomisk analys*, Nerenius & Santérus förlag, 1997 samt Easterbrook Frank H. och Fischel Daniel R., *The economic structure of corporate law*, Harvard university press, 1991.

Detta kapitel ger glimtar ur den historiska bakgrunden till bolagsstyrningen. Exposén visar olika grunddrag hos aktiebolaget som verksamhetsform, vilket illustrerar olika problem och lösningar i bolagsstyrningen. Först ser vi tillbaks till aktiebolagets uppkomst och tidigaste historia. Därefter till de första historiska tänkarna som uppmärksammar styrningsproblem i företagande. Som inledning till resten av boken kommer ett avsnitt om den moderna bolagsstyrningens utveckling, i anslutning till detta belyses särskilt de svenska stegen mot ett regelverk.

2. HISTORISK INTRODUKTION

2.1. En teknik för kapitalanskaffning

Historien om bolagsstyrning kan härledas från flera olika epoker. Även om det finns många händelser i aktiebolagets historia ska vi som en utgångspunkt titta på två berömda företagsformer, den italienska medeltidsbanken samt handelskompanier under 1600- och 1700-talets och däri försöka måla bakgrunden till det moderna aktiebolaget och bolagsstyrningens problematik.

Ett första perspektiv till bolagsstyrningen framskymtar redan i den allra tidigaste historiska ursprunget för den unika rättsfiguren aktiebolag. Aktiebolaget var från början (och är alltjämt) en metod för att anskaffa kapital till större affärsprojekt. I forna tider var affärsverksamhet i första hand knuten till fysiska personer, bl.a. handelsmän. Det uppkom dock tidigt enkla juridiska avtalsformer som möjliggjorde sammanslutningar av personer som tillsammans bedrev affärsverksamhet – varianter av den romerska företagsformen *societas*. Avtalsformerna för företagande innebar att varje deltagare tog en personlig risk. På den tiden innebar ett bankrutt företag inte bara att insatsen förlorades, rutinmässigt ledde misslyckande affärsprojekt till fängslande av delägarna eller t.o.m. att de således som slavar.¹⁵ Personer involverade i affärsverksamhet riskerade alltså väsentligt mer än bara sin förmögenhet och sitt affärsrenommé. De drakoniska följderna av dåliga affärer innebar att endast personer som hade ett mycket stort förtroende för varandra hade viljan att sluta sig samman i affärer. Kretsen av kompanjoner bestod vanligtvis endast av släktingar eller möjligen skråbröder. De tidiga sammanslutningarna ägde inte heller någon beständighet utan skapades för enskilda och kortvariga affärsprojekt där risken var liten. Den blomstrande handeln med fjärran länder, i bl.a. Asien, krävde dock mer långvariga och större investeringar samtidigt som riskerna för bakslag var stora. Företagsformerna som fanns att tillgå begränsade kapitaltillgången till de pengar som en mindre krets personer kunde uppbåda. Affärsprojekten gick miste om den högre avkastning som kunde skapas genom långsiktig utveckling av affärsmöjligheter och marknadsbearbetning. Affärsverksamheten var förvisad till mer spekulativa affärsmodeller med moment av hasard.

Många personer var, och är, dock villiga att satsa pengar i olika typer av projekt – även sådana med osäker utgång – med det enda förbehållet de inte är villiga att ta något ansvar

¹⁵ Paul Frentrop, *A history of corporate governance 1602-2002*, Deminor, 2002.

utöver det som ursprungligen satsats. Så sker till exempel vid enklare former vadslagning. Empiriska studier av risk visar att människor är mer benägna att satsa för att vinna än att satsa för att undvika att förlora.¹⁶ Aktiebolaget uppkom som en lösning på svårigheten att ansamla större mängder riskvilligt kapital. Aktiebolagstekniken utgör något av en syndikering, dvs. en sammanläggning av många oberoende risktagares kapital. På detta sätt kan ett stort riskvilligt kapital skapas utan att varje deltagare bär större risk än vad denne är villig till på egen hand. Från företagsverksamhetens utgångspunkt blev det möjligt att samla kapital vilket översteg varje enskild individs förmåga, vilket i sin tur möjliggjorde större och långvariga projekt. Sådana projekt som inte omedelbart behövde ge avkastning, utan först efter en förberedelse- och investeringsperiod. Kapitalansamlingens omfattning underlättade uppbyggnaden av marknadskunskaper eftersom företagen kunde experimentera med olika affärsstrategier och utveckla affärskompetens.

Det medeltida italienska *compagnia* brukar anses som det tidigaste exemplet på denna aktiebolagsteknik. Det uppvisade en mer flexibel kapitalstruktur än de tidigare personsammanslutningarna. I denna företagsform fanns bl.a. olika klasser av *sopracorpa* (långfristiga skulder ovanpå bolagskapitalet) däribland insatser från utomstående, s.k. *depositi a discrezione* (diskretionära depositioner). Bland annat användes den nyfunna företagstekniken i bankverksamhet som attraherade kapital från adeln samt från religiösa, militära och politiska ledare. Dessa personer sökte placera en del av sina tillgångar i mer likvida former än fast egendom. Bankerna var internationella varvid tillgångarna kunde förflyttas utomlands, en viktig egenskap för medeltidens ledare som ofta var exponerade för stora politiska risker.

Det var inte bara i själva ansamlandet av riskvilligt kapital som företagsformen (det kanske är lite väl tidigt att kalla den för aktiebolag) var en unik företeelse utan likaså detta kapitals roll i verksamheten. Tekniken etablerade synen på att ett företags insamlade kapital utgjorde en bolagsförmögenhet, dvs. de medel som i första hand skulle tas i anspråk för bolagets finansiella förpliktelser. I och med detta förändrades synen på kapital och person. Det blev (storleken på) kapitalet och inte trovärdigheten hos de personer som låg bakom företaget som skapade säkerhet för borgenärer och andra investerare.

Det fanns dock inte under denna tid någon särskild typ av organisation för att administrera bolagsförmögenheten. Istället var det redan etablerade organisationer – såsom stadsstater, skrån och handelsfamiljer – som använde sig av den innovationen inom kapitalanskaffning, med godkännande och överinseende av statsmakterna. De äldsta aktiebolagsliknande instituten bildades under inverkan av statsmakten för offentliga ändamål. I Venedig utvecklades nya företagsformer för kommersiell sjöhandel. Företag kunde formas för att bjuda på hyreskontrakt för enskilda skepp i den venetianska statens flotta. Varje resa finansierades genom att företaget emitterade aktier, s.k. *carati*, till delägarna medan staten ansvarade för navigering och säkerhet. Allt intressenter i den statliga flottan förenades med ett allomfattande kontrakt kallat *maona* vilket medförde att delägare i de olika hyreskontrakten kunde samverka vid inköp av förnödenheter m.m.¹⁷ Det kanske mest kända medeltida bolaget var Banca di San Giorgio i Genua, vilket bildades av stadens fordringsägare 1407. Banken ägde uppbära vissa av stadens skatteinkomster och fördela dessa till bankens medlemmar. De tidiga bolagen blev följdriktigt mer av centralstyrda organisationer med politiska målsättningar än marknadsinriktade skräddarsydda organisationer med verksamhetsstyrning och kommersiella

¹⁶ Om risk se t.ex. Bernstein, Peter L., *Against the gods – the remarkable story of risk*, Wiley, 1996.

¹⁷ Baskin, Jonathon Barron och Miranti, Paul J Jr, *A history of corporate finance*, Cambridge university press, 1997.

mål. Det var också politiska orsaker framför kommersiella som ledde till att företagen nådde framgång eller fallerade. Den kända Medici-bankens fall föranleddes inte av marknadsmisslyckanden även om den belastades av flera kommersiella kriser och styrningsproblem. Det var vid den franske kungen Charles VIII:s invasion av Florens år 1494 som bankens tillgångar konfiskerades och företaget upplöstes. Medici hade lånat ut pengar till fel armé.

Det italienska försteget i utrikeshandel avtog i och med atlantstaternas upptäcktsresor västerut. Under den transoceana handeln från europeiska kuster under 1600- och 1700-talen bildades handelskompanier med statliga koncessioner vilka åtnjöt statliga privilegier som monopol och militärt skydd. De viktigaste var det holländska respektive det engelska ostindiska handelskompanierna. *Vereenigde Oost-Indische Compagnie* (det holländska ostindiska handelskompaniet) instiftades 1602. Symptomatisk var återigen den tunna skiljelinjen mellan affärsverksamhet och politik; det var inledningsvis oklart om handelskompaniets mål var krig eller handel. Den holländska staten var involverad i en konflikt med Spanien och Portugal. Handelskompaniet oktrojerades ett monopol på handeln bortom Goda Hopps-udden (tidigare en exklusivt portugisisk affär) under 21 år. Alla holländska medborgare hade rätt att delta i företaget, med liten eller stor insats. Människor från många samhällsklasser investerade i handelskompaniet, totalt 1 407 personer. Medborgarna hade dock inget inflytande i form av rösträtt eller kontrollmedel. Företaget styrdes av 70 direktörer vilka utgjordes av enskilda handelsmän som investerade ungefär hälften av kapitalet och var namngivna i stiftelseurkunden. Försöken till inflytande från den holländska staten motarbetades kraftfullt från direktörerna. Den interna organisationen präglades dock av intressekonflikter mellan direktörerna som tidigare varit konkurrenter. De många aktieägarna och de små möjligheterna till inflytande medförde att det snart uppstod en marknad för handel i andelarna i handelskompaniet i Amsterdam. Det engelska ostindiska handelskompaniet, *East India Company*, instiftades med delvis annorlunda principer. Där var generalförsamlingen, *the General court*, den högsta auktoritativa makten och bestod av alla aktieägare som hade en tillräckligt stor kapitalinsats. Generalförsamlingen valde guvernör, vice guvernör och en direktörsförsamling, *the Court of directors*. Direktörsförsamlingen agerade syssломän för övriga aktieägare. De hade ansvaret för den strategiska företagsledningen samt rekryteringen och styrningen av agenter och ombud i de utländska hamnarna. Direktörsförsamlingen var indelad i sju ”subkommittéer” med ansvar för olika funktioner i bolaget.

Det finns förvisso ytterligare viktiga steg från dessa företagsformer till det moderna aktiebolaget anno 2006. För bolagsstyrningens vidkommande är denna mycket begränsade historiska exposé tillräcklig för att göra viktiga reflektioner. Aktiebolagets tidiga historia visar att kapitalanskaffningen och själva organisationen av medlens förvaltning inte nödvändigtvis behöver vara sammankopplade. Aktiebolaget är i första rummet en form för ansamling av riskvilligt kapital för stora och långvariga affärsprojekt. Frågan kring organisationen för att förvalta dessa medel kom i andra hand. De personer som tillskjutit kapital var historiskt sett inte delaktiga i annat än att lämna och förhoppningsvis få tillbaks pengar. Aktieägarna styrde och kontrollerade alltså inte de tidiga bolagen. Aktiebolaget var i grunden en rättslig teknik för redan existerande organisationer med fungerande administration och styrelsesätt att anskaffa nytt riskvilligt kapital utan att göra avkall på sitt självbestämmande. I den mån bolagen krävde administration och ledning skedde detta framförallt i politiska former. Ur ett historiskt perspektiv är det inte svårt att förstå att bolagsstyrning vållat problem.

2.2. Skandalerna i bolagets kölvatten

Ett annat historiskt resgods, som även har flera moderna exempel, är förekomsten av s.k. företagsaffärer eller företagsskandaler. Tillsvidare kan ordet skandal uppfattas i dess bredaste möjliga betydelse, från bedrägliga direktörer till marknadsmässiga kollapser. Aktiebolagets historia kantas av olika typer av misslyckade satsningar, ledningsproblem och falsarier. Ibland har själva verksamheten varit alltför djärv eller dumdristig; ibland har företagsledarna bakom verksamheten inte levt upp till sina egna eller omgivningens förväntningar; ibland har överensstämmelsen med tidsålderns moraliska principer felat.

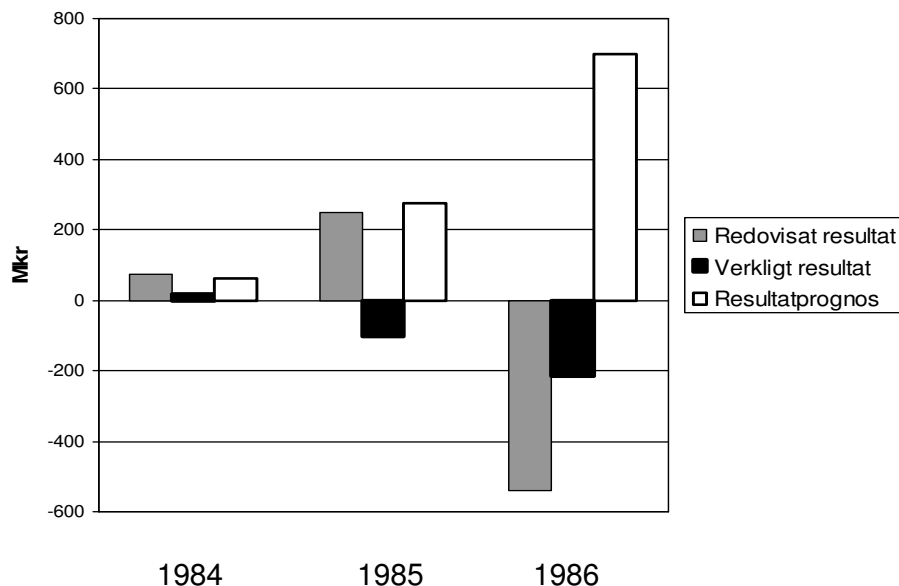
Uppdagandet av och åtgärder mot företagsskandaler samvarierar i stort med de återkommande spekulationsvågor som förknippas med en marknadsekonomisk samhällsordning. För gamla tider brukar spekulationsvågen som kallas *South Sea Bubble* i 1720-talets England tjäna som referenspunkt. 1713 bildades det engelska ostindiska handelskompaniet *South Sea Company* med monopol från den engelska staten att bedriva handel (bl.a. slavhandel) med mellan- och Sydamerika. Istället för att utveckla en lönsam verksamhet satsade kompaniets representanter sin energi på att driva upp priset på bolagets aktier. Detta blev snart melodin även för efterföljande privata bolag som bildades för att utnyttja spekulationshysterin på aktiemarknaden. Spekulationerna visade sig snart sakna en verklighetsgrund och priserna på andelar i företagen föll kraftigt. I likhet med 2000-talets IT-bubbla följdes Söderhavsbubblan av en börskrasch och av lagstiftarens ingripanden. Genom den s.k. Bubble Act 1720 förbjöds bildandet av aktiebolag i England utan godkännande från statsmakterna. I Frankrike, som hade en liknande företagsskandal med *Compagnie d'Occident*, förbjöds aktiebolagsformen fullständigt.

Från vår egen 1900-tals historia brukar vanligtvis den brokiga koncernbildningen AB Kreuger & Tolls uppgång och fall på 30-talet tjäna som sinnebild för företagsskandaler. Den mytomspunne Ivar Kreuger inledde sin affärsbana med att införa ny amerikansk byggteknik med armerad betong för att uppföra hus i Sverige, t.ex. NK-huset på Hamngatan i Stockholm, tillsammans med sin partner i firman AB Kreuger & Toll. Men det var framförallt genom att utnyttja behoven av kapital för återuppbyggnaden av mellankrigstidens Europa som Kreuger & Toll fick betydelse. Företaget agerade mellanhand mellan de amerikanska kapitalmarknaderna och Europa. Kreuger & Toll blev en global koncern genom att låna ut pengar till statsmakterna i de europeiska staterna med motprestationen att företaget fick köpa upp nationella tändstickstillverkare och fick monopol på tändsticksförsäljning. När koncernen var som störst producerades tändstickor i 250 fabriker i 43 länder. Mellan 1925 och 1931 förmedlades lån som sammanlagt uppgick till 30-40 miljarder kronor i dagens penningvärde. På endast sex år blev bolagets värdepapper några av världens mest spridda och noterade på börserna i bl.a. Stockholm, London, New York, Boston, Amsterdam, Paris, Berlin och Zürich. Den stora börskraschen i New York 1929 blev dock början till imperiet Kreuger & Tolls fall; det inleddes med en akut likviditetskris 1931 och kröntes av Ivar Kreugers självmord i Paris 1932. Koncernen var högt belånad och för många svenska banker representerade lånen en betydlig andel av deras totala lånestock. Företagets kris skapade kaos i svenskt och internationellt näringsliv. Bokföringen, särskilt på koncernnivå, visade sig ogenomtränglig för förvaltarna som hittade stora brister och t.o.m. fallissemang. Det finns de som hävdar att den internationellt vittförgrenade koncernens fall egentligen var resultatet av en svensk maktstrid. Många av de företag som Kreuger & Toll var ägare till existerar som vinstgenererande rörelser ännu idag – SCA, Swedish Match, Boliden, Ericsson, Hufvudstaden m.fl. – även om företagen nu ägs av Sveriges nuvarande maktsfärer, bl.a. Wallenberg och Industrivärden.

Förlorare blev, som i de flesta företagsskandaler, de många småaktieägarna som fann sina värdepapper värdelösa över en natt.

Kreugerkraschen fick omfattande återverkningar på svenskt näringsliv – inte bara ägarbilden för stora svenska företag – och lagstiftningen gällande aktiebolag. Kraschen uppenbarade bl.a. brister i reglerna avseende koncernredovisning, bolagsförvaltningen, ledningens ansvar och förhållandet mellan bolagsledningen och aktieägarna. 1944 års aktiebolagslag och kringliggande lagstiftning införde många regler som tog direkt sikte på de svagheter som uppdagades av kraschen. Bland annat förbjöds s.k. participating debentures, vilket var den form av värdepapper som framförallt använts av Kreuger-koncernen. Värdepappret innebär att avkastningen på innehavarens satsade kapital relateras till företagets resultat utan att innehavaren får något inflytande över företagets skötsel. Förbudet av denna värdepappersform avskaffades först i och med ikraftträdandet av nya aktiebolagslagen 1 januari 2006.

En annan klassiker bland svenska företagsskandaler som ligger närmare nutid är Fermenta. Under mitten av 1980-talet – återigen framskymtar sambandet med börshumörets hausse och baisse – utvecklade svensken Refaat El-Sayed företaget Fermenta AB (från början ett utköp av Astras fermentationsanläggning i Strängnäs) till att bli den klaraste lysande stjärnan på Stockholms fondbörs. Genom flera betydande transaktioner, bl.a. företagsförvärv, samarbetsavtal och emissioner, lyckades El-Sayed få Fermenta att växa från en omsättning om knappt 100 mkr till drygt 3 miljarder kronor med en balansomslutning om 4,5 miljarder kronor inom loppet av fyra år. Kronan på verket var överenskommelsen med Volvo 1986 att köpa läkemedelsföretagen Pharmacia, Leo-Ferrosan, Gambro och på sikt även Hilleberg. Affären kom aldrig att genomföras trots ett omtalat intentionsbrev mellan Pehr G. Gyllenhammar och El-Sayed. El-Sayed var majoritetsägare och firmatecknade i Fermenta. Titeln växlade mellan verkställande direktör, arbetande vice styrelseordförande och koncernchef. Den titel som kom att bli hans fall var dock den förfälskade doktorstiteln från USA som avslöjades i februari 1986 och punkterade det förtroende El-Sayed och Fermenta åtnjutit. Huvudägarens och företagets skuldsättning blev snart till belastning när bokföringen inte tålde en närmare granskning. I december 1986 tvingades El-Sayed sälja sina aktier i Fermenta, som varit pantsatta, till Industrivärden. Han dömdes till sex års fängelse, för bl.a. svindleri och oredlighet mot borgenärer, samt belades med näringsförbud.

Figur 1: Fermentas resultatutveckling¹⁸

Lärdomarna från Fermentaskandalen är flera, i centrum stod bristande bolagsstyrning. Den av bolagsstämman tillsatte särskilde granskningsmannen Magnus Lindahl räknade upp bolaget brister i sin rapport 1987: ”omfattande bokföringsmanipulationer för att frisera bolagets resultat, intäktsföring i stor skala av eventuella framtida intäkter, ogenerad egen handel med bolaget, lån eller uttag från koncernbolagen till mycket stora belopp, systematiska undanhållande av information gentemot styrelse och revisorer”. Styrelsens funktion var snarast att agera privata rådgivare och åt El-Sayed, inte att styra eller kontrollera företagsledaren. Styrelsen hade inte förmåga att hålla jämna steg med majoritetsägaren och entreprenören El-Sayed i vare sig makt, marknadskunskap eller förtroende. Detta trots att styrelsen enligt många bedömare präglades av hög kompetens, erfarenhet och integritet. Revisorerna kritiserades av dåvarande tillsynsmyndigheten Kommerskollegium för att de lämnat en ren revisionsberättelse för 1985, även efter att betydande missförhållanden i Fermentas styrelse- och ekonomiarbete uppmärksammats – men inga disciplinära åtgärder vidtogs. Även i fråga om information om börsföretags affärer och transaktioner gjordes många erfarenheter. El-Sayed ägnade sig vid många tillfällen åt kursmanipulationer i form av egen aktiehandel, selektiv informationsgivning och offentliggörande av osann redovisning. Många av de regler vi nu återfinner i börsrätten har till syfte att stävja sådana missförhållanden.

Även lågvattenmärkena i dagens svenska näringsliv – såsom Skandia, Systembolaget, Prosolvia m.fl. – har också en roll att spela i detta föga smickrande skandalgalleri. Mera kommer att sägas kring dessa samtida företagsskandaler nedan. Skandalerna är viktiga att studera och förstå inom bolagsstyrningen eftersom de dels visar, dels ger upphov till

¹⁸ *Fermenta – fakta och erfarenheter*, Stockholms fondbörs, 1998.

förändringar i normer eller handlingsmönster i näringslivet. Det är inte bara detaljerna i de enstaka händelserna som leder till förändrade regler som är viktiga att förstå utan även det sammanhang som händelserna äger rum. Den tidsanda som ligger till grund för att fel begås och uppdagas är minst lika viktiga som de enskilda gärningsmännens privata bevekelsegrunder.

De problem som uppdagades och korrigerades i den tidigaste aktiebolagshistorien var i många fall vad som kan karakteriseras som svindleri eller bedrägeri. Det rörde sig ofta om stöld av företagets egendom och annan konsumtion av sådana fysiska fördelar som kunde utvinnas av företagen. Många gånger fanns det inslag av upphaussande priset på bolagens aktier. De moderna problemen inom bolagsstyrning fokuserar delvis på andra typer av för aktieägarna skadliga beteenden såsom imperiebyggande, kortsiktig kassaflödesstyrning, investeringsbias m.m. Översyn av aktiebolagslagstiftningen är i många fall starkt kopplad till företagsskandaler eller en upplevd kris inom ekonomin, åtminstone präglas normeringssträvandena av att åtgärda tillkortakommanden som uppdagats i fall som ligger nära i tiden.¹⁹

Här har vi alltså lärt oss att skandaler och missförhållanden i företag påverkar bolagsstyrningen och regleringen av aktiebolag. Det är inte långsökt att hävda att skandalerna driver utvecklingen av aktiebolagslagen och bolagsstyrningen. Vi ska också lägga på minnet att skandalerna (och intresset för bolagsstyrningen) i många fall samvarierar med konjunktursvängningarna. Det ligger tydligen i marknadslogiken att en börskrasch ger upphov till debatter och reglering.

2.3. Tidiga tankar om förvaltning och företagande

Den inneboende problematiken med aktiebolagets konstruktion observerades tidigt av de aktieägare som blev av med förmögenheter i kursmanipulationer och falsarier. Problemen blev även uppmärksammade av flera tänkare genom historien. Att rätt förvalta andra personers kapital ställer stora krav på omdöme och uppförande.

Redan Jesus hade en allvarlig syn på hur förvaltning av annans egendom skulle gå till. I liknelsen om talenter (Matt 25:14–30) berättar han följande historia:²⁰

Det kommer att bli som när en man skulle resa utomlands. Han kallade till sig sina tjänare och lämnade sin förmögenhet åt dem. En gav han fem talenter, en annan två och en tredje en talent - var och en efter hans förmåga. Sedan gav han sig i väg. Den som hade fått fem talenter gick genast och satte dem i omlopp och tjänade fem talenter till. [...] Men den som fått en talent gick och grävde ner den i marken och gömde sin herres pengar. En lång tid därefter kom tjänarnas herre och krävde redovisning av dem. Den som hade fått fem talenter kom då och lämnade fram fem talenter till och sade: Herre, fem talenter överlämnade du åt mig. Nu har jag tjänat fem till. Hans herre sade till honom: Bra, du gode och trogne tjänare. Du har varit trogen i det lilla. Jag skall sätta dig över mycket. Gå in i din herres glädje! [...] Också den som hade fått en talent kom fram. Han sade: Herre, jag vet att du är en hård man, som skördar där du inte har sått och samlar in där du inte har strött ut. Av fruktan för dig gick jag och gömde din talent i jorden. Här har du vad som är ditt. Hans herre svarade

¹⁹ Jfr Thorell, Per, *Kan man påverka styrelsearbetet genom lagstiftning?*, i Hägg, Ingemund (red.) *God styrelsesed*, SNS förlag, 1996.

²⁰ Bibeln., Matteusevangeliet.

honom: Du onde och late tjänare. Du visste att jag skördar där jag inte har sått och samlar in där jag inte har strött ut. Då borde du ha satt in mina pengar i en bank, så att jag hade fått igen det som är mitt med ränta när jag kom. Ta därför ifrån honom talenten och ge den åt honom som har tio talenter. Ty var och en som har skall få, och det i överflöd, men den som inget har, från honom skall tas också det han har. Kasta ut den oduglige tjänaren i mörkret här utanför. Där skall man gråta och skära tänder.

En intressant historia om en kapitalägare som är generös mot de uppdragstagare som tar risker men bestraffar den som säkerställer att kapitalet är intakt. Uppdragsgivaren har gjort en kompetensbedömning vid tilldelandet av uppdraget men är trots detta inte nöjd med resultatet.

Det kanske är den tredje tjänaren som Adam Smith tänker på i sin *An inquiry into the nature and causes of wealth of nations*, 1776:

The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the affairs of such a company."

Smith ansåg alltså förvaltningen av kapital i aktiebolag inte kunde motsvara förvaltningen av kapital i partnerskap som t.ex. handelsbolag. Handhavandet av andra människors pengar blir ofelbart sämre än om det gäller ens egna, tycks det. Den ekonomiskt rationella människan som tar egna hänsyn framför kapitalägarens är inte en exemplarisk förvaltare utan tvärtom en osäkerhetsfaktor som leder till att affärsverksamheten karaktäriseras mer eller mindre av oaksamhet och slösaktighet – en osäkerhet i aktiebolagets affärer ovanpå de risker den operativa verksamheten medför. Smith är dock mer känd för sina teorier om marknadskrafterna, som han kallade för den osynliga handen. En osynlig hand som inte verkar räcka till för bolagsstyrningsändamål, eller som det uttrycktes i en rubrik i tidskriften *The Economist*: "Where is the invisible hand when it's required to administer a good slap?"

Ytterligare en artighetsvisit på vägen till problemen inom bolagsstyrningen bör avläggas hos Fredrick W Taylor som i sina resonemang om *scientific management* slog ett slag för en ny organisationsfilosofi som byggde på rationell arbetsfördelning och funktionell organisation av företagets produktion. Genom en långgående specialisering skulle företagets effektivitet och lönsamhet förstärkas. Varje arbetsledare gavs mandat att styra verksamheten inom sitt kompetensområde. En samtida, Henri Fayol, utvecklade särskilt resonemangen kring den företagsledningens administrativa funktion i företag och delade in denna i fem uppgifter: planering, organisering, ledning, samordning och kontroll. Resonemangen kring den rationella företagsledningen gav med tiden upphov till uppfattningen att företagsledning var en specialiserad verksamhet som krävde särskild kompetens. Företagsledare var inte bara yrkesskickliga och erfarna arbetare, de var professionella ledare. Detta lade grunden till synen på företagsledning i centrum för företagande. Företagsledningen fick en mycket stark position i förhållande till andra aktörer i aktiebolaget oavsett om de var ägare, anställda och kreditgivare. I nutida debatt i bolagsstyrningsfrågor ser vi en parallell tankegång kring ägande som en särskild funktion, som kräver specialisering och professionalisering.

På Smiths, Taylors och Fayols tid var bolagsstyrningen ändå av begränsat intresse. Utgångspunkten var att företagsledningen var goda förvaltare av aktieägarnas egendom och intresse. Denna positiva syn på företagsledningen är grunden i den s.k. förvaltarsteorin (*stewardship theory*).²¹ Enligt denna teoribildning är det företagsledningens plikt gentemot företaget och aktieägarna att förvalta denna egendom på ett korrekt och värdeskapande sätt. Det handlar snarast om att stärka ledningens inflytande över egendomsförvaltningen, så att affärsverksamheten bedrivs effektivt. Detta uppfattas ibland som motsatsen till agentteorin som behandlas nedan.

Bolagsstyrning som funktionellt problem uppenbarades i princip först i samband med Berle och Means centrala bok *The modern corporation and private property* (1932). Boken präglas av sin samtid med dels 1930-talets depression, dels faktiska förändringar i USA:s ägarstruktur. Depressionen, som ledde till Kreugerimperiets fall, drabbade först det amerikanska näringslivet i och med den stora börskraschen i New York 1929. Under 1920-talet och framåt blev ägandet allt mer spritt till andra mindre ägare och investerare. Aktien som värdepapper visade sig vara det bästa instrumentet att skörda frukterna från de höga vinsterna i nya industrier inom bil och olja. Utvecklingen underlättades av nyorientering i kapitalmarknaderna, bl.a. genom tillskapandet av investeringsfonder (*investment trusts*) som lindrade osäkerheten för aktieinvesterare genom förbättrad analys och portföljförvaltning. Berle och Means verk kom i ett ögonblick då de amerikanska värdepapperslagarna, som ännu gällde, utformades och den inflytelserika amerikanska finansinspektionen, Securities and Exchange Commission (SEC), bildades. Boken är alltså central för bolagsstyrning på mer än ett sätt.

Berle och Means tecknar bilden av ett problem där en liten centraliserad företagsledning har direkt kontroll över företagens tillgångar och affärer, medan de egentliga ägarna, i form av aktieägarna, sällan får inflytande eller ordentlig insyn. Aktieägarna var helt enkelt för många, för små och för dåligt organiserade för att ha något att säga till om, i synnerhet i de stora börsföretagen. Detta ledde till en systematisk obalans i styrkeförhållandena i näringslivet, vilket är grunden i författarnas analys. Företagsledningen har både ett informationsövertag och därtill direkt kontroll över bolagets tillgångar och affärer. Aktieägarna hade sekundär information, som i mycket bestämdes av företagsledningen, och låg kännedom om verksamheten samt var hänvisade till en formell och indirekt process för att styra upp företagsledningen. Enligt Berle och Means sätt att uttrycka det finns det en inneboende konflikt i företagen – en konflikt mellan ägande och kontroll. Vi uppfattar separationen idag snarast som den mellan funktionerna ägande och ledning eller mellan kapital och röster.

*As the ownership of corporate wealth has become more widely dispersed, ownership of that wealth and control over it has come to lie less and less in the same hands. Under the corporate system, control over industrial wealth can be and is being exercised with a minimum of ownership interest. Ownership of wealth without appreciable control and control of wealth without appreciable ownership appear to be the logical outcome of corporate development.*²²

²¹ Jfr Davis, James H., Schoorman, F. David. och Donaldson, Lex, *Toward a stewardship theory of management*, Academy of management review, 1997.

²² Berle, Adolf A. Jr., och Means, Gardiner C., *The modern corporation and private property*, Macmillan company, 1932 s 69.

Berle och Means bok är central för bolagsstyrningsdebattens uppkomst även om den i många delar behandlar specifikt amerikanska förhållanden. Boken gav sedermera upphov till den s.k. agentteorin,. Se vidare i kapitel 4.

2.4. Vägen till modern bolagsstyrning

Även utan att gå in på själva termerna *corporate governance* och bolagsstyrning (vilket nästa kapital gör) kan vi göra en kort exposé över den moderna bolagsstyrningsutvecklingen. Tidsperspektivet är från mitten av 1980-talet fram till dags dato, även om debatten i viss mån är av tidigare datum. Det är inte lätt att träffa ett rörligt mål och detta gäller i synnerhet bolagsstyrningen som är inne i ett mycket intensivt skede under 2000-talets första decennium. Mycket av det som skisseras i detta avsnitt kommer att beskrivas mer i detalj senare i framställningen. Det geografiska perspektivet är västerländskt även om detta innebär vissa restriktioner för de slutsatser som kan göras på basis av observationerna.

Den amerikanska utvecklingen: aktivism och legalism

Bolagsstyrningens moderna historia inleds enligt många med den kaliforniska pensionsfonden *California Public Employees' Retirement System* (CalPERS), som 1987 presenterade ett handlingsprogram för bolagsstyrning i de bolag man investerade i. Fonden hade uppmärksammat att företagsledningarna i alltför stor utsträckning ägnade sig åt att skapa system för att hålla sig kvar vid makten, även trots att företagens lönsamhet försämrats. Högkonjunkturen under senare delen av 1980-talet präglades i USA av de många företagsförvärven, det rådde en s.k. *mergerwave*, av vilka många var fientliga. Förvärven syftade ofta till att bryta upp konglomerat, vilka varit på modet under tidsperioden 1960-70, men som senare kommit att förknippas med bristande företagsförvaltning. Företagsledningarnas svar på fientliga bud från företagsledningarna blev att försöka skapa skydd och motåtgärder mot uppköpsbud (*takeover defences*). Det fall som utlöste CalPERS reaktion var när Texacos företagsledning lyckades förhindra ett bud på företaget 1984. Köparen, Bass Brothers, erbjöds sälja tillbaka de aktier man förvärvat till Texaco för ett värde väsentligen överstigande det de betalt så att ledningen istället kunde fortsätta leda företaget, en åtgärd som kallas *greenmail*.²³ Uppköpsbud sågs under denna tid i USA som det viktigaste verktyget för att tvinga företagsledningar till effektivitet och lönsamhet vilket i sin tur innebar att aktieägarna fick en ordentlig avkastning på sin investering. Många delstater i USA (aktiebolagsreglering är en delstatlig angelägenhet) hade dock under senare delen av 1980-talet infört olika regler för att förhindra fientliga företagsförvärv vilket skyddade företagsledningarna och därmed ytterligare försämrade aktieägarnas rättsliga position.

Andra verktyg för att utöva bolagsstyrning visade sig vara svagare på den amerikanska marknaden. Ett enstaka exempel är dock när oberoende styrelseledamöter lyckades byta ut företagsledningen i General Motors 1992. Detta vapen användes dock som en sista desperat utväg efter att ledningen avfärdat upprepade påpekanden från två av de största ägarna (som vardera ägde mindre än 1 procent av aktierna) och företagets kärnverksamhet 1991 gjort förluster uppgående till 7 miljarder US-dollar.

Inte ens i USA har dock ägarnas uppvaknande intresse för och aktivism inom bolagsstyrning förslagits till att stävja missförhållanden och skandaler i börsbolagen. Efter de uppseendeväckande händelserna i bolag som Enron, MCI WorldCom och Tyco under 2000-talets inledning fick även de konservativa republikanerna i Vita Huset kalla fötter och

²³ Se vidare avsnitt 11.3.

instiftade en omfattande och genomgripande lag, den s.k. Sarbanes-Oxley Act (SOX). Även i USA hade problemen inom bolagsstyrning börjat bli så omfattande att central normgivning, i form av det federala lagstiftningsvapnet, måste tillgripas. Generellt sett var syftet att skydda investerare genom att kvalitetssäkra den finansiella informationen från företag. Lagen innehåller bl.a. stadganden om att vd och ekonomichef personligen ska intyga den finansiella informationens riktighet. Lagen innehåller även en typ av meddelarskydd för s.k. visselblåsare (*whistleblowers*) som lämnar information om företagens oegentligheter. Lagen innehöll stadganden med extra-territoriell räckvidd vilket skapade problem bl.a. för europeiskt vidkommande.

Den europeiska utvecklingen: normativism och självreglering

I Europa har utvecklingen tagit en delvis annan väg. Skälen till detta är bl.a. att det europeiska näringslivet inte förlitat sig på företagsförvärv som en mekanism för bolagsstyrning. Istället har bolagsstyrelserna och revisorerna varit den viktigaste kontrollmekanism för att se till att företagsledningarna agerar i aktieägarnas intresse. Aktieägarna har varit mer synliga i förhållande till de anonyma amerikanska aktieägarna. I de flesta europeiska länderna präglas näringslivet av att företagen har kontrollägare som styr företagen.

Det är framförallt Storbritannien som angivit tonen för den europeiska modellen för utveckling av bolagsstyrning. Den utredning som leddes av Sir Adrian Cadbury och slutfördes 1992 är central inspirationskälla för den europeiska bolagsstyrningen. Några av huvudområdena för den s.k. Cadbury-rapporten var styrelsens sammansättning, arbetssätt och kontroll. Den och flera olika utredningar har i många delar inkorporerats i *Combined Code* som idag är det främsta regelverket för bolagsstyrning i Storbritannien. Den modellen som valdes i Storbritannien för att reglera bolagsstyrningen har några väsentliga karakteristika som återkommer i svensk bolagsstyrning:

- Regleringen sker inte genom lagstiftning utan i form av utomrättslig normgivning som hanteras av marknadens organisationer och aktörer, s.k. självreglering.
- Reglerna samlas i ett sammanhållet regelverk, en s.k. kod.
- Reglerna är semidispositiva, dvs. företagen kan välja om de vill följa reglerna eller förklara varför de inte följer dem.

Inom EU har intresset för bolagsstyrning vuxit undan för undan. Antalet regelverk bland EU:s medlemsländer uppgick 2000 till 35 stycken (varav 11 från Storbritannien). Denna veritabla "kodrörelse" hade fördelarna att den stimulerade diskussionen om bolagsstyrning, uppmuntrade företagen att anta accepterade standarder för bolagsstyrning, förklarade styrningsrelaterade regler för investerare, agerade riktmärke för bolagsorganen och underlättade förändring av bolags- och värdepappersrätt.²⁴ Bolagskoderna baserades dock inte på forskning om bolagsstyrningens empiriska samband utan speglade snarast de gällande idéerna om god sed.²⁵ På EU-nivå har man bland annat diskuterat om enhetlig reglering av bolagsstyrningen i Europa är nödvändig, eller ens möjlig. EU genomförde 2000 en kartläggning av de regelverk och utredningar som finns med hjälp av den amerikanska advokatbyrån Weil, Gotshal & Manges. Utredningen kom fram till att de stora likheterna i

²⁴ Weil, Gotshal & Manges, *Comparative study of corporate governance codes relevant to the European union and its member states*, 2000.

²⁵ Ticker, Bob, *Essential director*, The economist, 2004.

bolagskoderna snarast verkar som en enande faktor i ett Europa som i övrigt präglas av olikheter vad gäller aktiebolagsrätt och värdepappersrätt trots årtionden av harmoniserande direktiv. EU-kommissionen initierade även en utredning *A modern regulatory framework for company law in Europe* (2002). Utredningen utmynnade i en handlingsplan för bolagsstyrning. Kontentan av EU:s hållning i bolagsstyrningsfrågor är att det inte ska bli någon enhetlig kodifiering på det sätt som skett i enskilda medlemsländer. Denna hållning hotar dock att kringrännas av de genomgripande direktiv och normförslag som ändå utreds och genomförs på specifika områden inom bolagsstyrningen. EU har fastslagit en handlingsplan för aktiebolagsrätt och bolagsstyrning, vilken sträcker sig från 2003 till 2009. Handlingsplanen innebär att en mängd olika direktiv och rekommendationer ska utarbetas och implementeras.

På det internationella planet finns det även anledning att lyfta fram ytterligare ett organ som engagerat sig avseende frågorna om bolagsstyrning. OECD offentliggjorde sitt första sammanhållna regelverk i fråga om bolagsstyrning 1999; det gällande är från 2004. Arbetet inleddes med den s.k. Millstein-rapporten²⁶ (*Corporate governance - improving competitiveness and access to capital in global markets*) som betonade de samhälleliga dimensionerna i bolagsstyrningen. OECD:s regelverk innehåller rekommendationer som ska beaktas när medlemsländer inför regler kring bolagsstyrning. Reglerna innehåller bl.a. föreskrifter om aktieägarnas rättigheter och skyldigheter, likabehandling av aktieägare, insiderhandel, styrelsens uppgifter, informationsgivning och revision.

Ett svenskt bättre sent än aldrig

I Sverige har intresset för bolagsstyrning successivt ökat. Sverige är ett land med historisk sett mycket starkt ägarengagemang och stora samhällsomspännande industriföretag. En struktur som utvecklats med statens stöd. Frågor kring ägande i näringslivet och statliga monopol har varit en ideologiskt viktig fråga för det dominerande socialdemokratiska partiet. Trots, eller kanske tack vare, detta har de svenska aktörerna varit sena med att ta tag i frågan om ett särskilt regelverk på bolagsstyrningsområdet.

Det ska inledningsvis sägas att de frågor som idag kallas bolagsstyrning varit närvarande i den svenska offentliga debatten under lång tid.²⁷ Men det är framförallt i kölvattnet på det omfattande utredningsarbete som aktiebolagskommittén under 1990-talet lagt ned på att reformera den svenska aktiebolagslagen som flera frågor av organisatorisk och styrningskaraktär kommit upp till ytan. 1995 kom betänkandet *Aktiebolagets organisation* (SOU 1995:44) som tog upp flera förslag för att tydliggöra styrelsens ansvar för aktiebolagets förvaltning. Nya krav på styrelsens arbetsordning, vd-instruktion och instruktion för ekonomisk rapportering infördes i aktiebolagslagen 1999 i enlighet med betänkandet. Styrnings- och kontrollfrågor har dock länge utgjort en grundläggande del av aktiebolagslagen, med frågor som t.ex. styrelsejäv, minoritetsrättigheter och stämmoprocedurer. Det visar att bolagsstyrningens intressekonflikter är en del av bolagsrättens vardag. Aktiebolagskommitténs slutbetänkande var SOU 2001:1 *Ny aktiebolagslag*, betänkandet gav upphov till den nya aktiebolagslag som trädde ikraft 1 januari 2006.

²⁶ Ira M. Millstein är delägare i den amerikanska advokatbyrån Weil, Gotshal & Manges LLP.

²⁷ Bl.a. SOU 1988:38 Ägande och inflytande i svenskt näringsliv.

Detta utredningsarbete har sammanfallit med debatten kring bolagsstyrningen samt med faktiska problem och agerande på den svenska marknaden. Det finns några händelser som brukar räknas till svenska milstolpar för bolagsstyrning vilka presenteras i Tabell 1.²⁸

Tabell 1: Några milstolpar i svensk bolagsstyrningsutveckling

År	Aktörer	Beskrivning
1985	Leo	Företagsledningen i moderbolaget till läkemedelsföretaget Leo beviljades aktieteckning till förmånliga priser. Skandalen ledde till ny lagstiftning, den s.k. Lex Leo. Lagen innebar att beslut om riktade emissioner till ledning, styrelseledamöter, anställda eller bolag inom samma koncern måste beslutas av en 90-procentig majoritet på bolagsstämma.
1992	Aktiespararna	Föreningen Aktiespararna inspirerades av det brittiska regelverket <i>Combined Code</i> och publicerade den första svenska ägarpolicyen.
1993	Volvo (Renault)	Biltillverkarna Volvo och Renault offentliggjorde sina planer för på att slå ihop sina verksamheter. Föreningen Aktiespararna rekommenderade sina medlemmar att rösta nej och lyckades vända opinionen mot företagsledningen. I ett desperat försök att försöka få med sig de tio viktigaste ägarna bjöd de dem till ett informationsmöte i Paris. Det blev dock istället ett tillfälle för ägarna att mötas och samtala om företagen och fusionen. De fann att nackdelarna övervägde fördelarna, bl.a. skulle den franska staten behålla en s.k. gyllene aktie i det förenade företaget, vilket innebar att de hade den yttersta kontrollen. Efter resan uttalade sig ägarna negativt om sammanslagningen och styrelsen tvingades dra tillbaks sitt fusionsförslag.
1994	Skandia	Försäkringsbolaget Skandias bolagsordning innehöll tidigare en röstvärdesbegränsning som medförde att ingen ägare kunde ha mer än 30 röster på bolagsstämman. Begränsningen hindrade bl.a. uppköp från svenska SE-Banken, norska Uni Storebrand och danska Hafnia. I samband med en emission 1994 lyckades de institutionella ägarna framtvunga en förändring och sedan 2000 fick aktieägare rösta för alla sina aktier.
2003	Institutionella investerare	Svenska institutionella investerare bildar Institutionella ägares förening för regleringsfrågor på aktiemarknaden. Föreningen syftar till att de institutionella investerare ska kunna arbeta gemensamt kring olika frågor inom bolagsstyrningen.

Trots de olika utredningarna under 1980- och 90-talen har inte frågorna om aktieägandet och styrningen i svenska aktiebolag stillats. Många röster har kritiserat framförallt de olika fondernas passivitet i styrningsfrågor men också de låsningar som de svenska ägarsfärerna inneburit för företagen i svenskt näringsliv. Många stora aktieägare har sett sig föranledda att publicera s.k. ägarpolicyer under 1990-talet för att tydliggöra sina ställningstaganden i olika styrningsfrågor. Dokumenten tog upp flera frågor om bolagsstyrning som skulle institutionella investerarens förvaltning och ställa krav på bolagens organisation och uppförande. De tog upp

²⁸ Se bl.a. Skog, Rolf, *A remarkable decade: The awakening of Swedish Institutional Investors*, i Isaksson, Mats och Skog, Rolf (red.), *The future of corporate governance*, Corporate governance forum, 2004.

skilda ämnen som röstning, normering av styrelseledamöter, förmåner för ledande befattningshavare m.m.

Det var dock inte förrän 2000-talets företagsskandaler och internationella initiativ inom området som ett behov av ett gemensamt regelverk kom att bli aktuellt som en del i att återupprätta förtroendet för näringslivet. Regeringen tillsatte den 5 september 2002 en utredning, den s.k. Förtroendekommissionen (FK), som hade till uppgift att granska förtroendeskadliga företeelser inom näringslivet och föreslå åtgärder som förbättrar förutsättningarna för näringslivet att återuppbygga sitt förtroende. FK i samverkan med olika organ i näringslivet²⁹ skapade en särskild arbetsgrupp (den s.k. Kodgruppen) som skulle utarbeta ett regelverk för de svenska företagen. Till gruppen knöts även ett par experter. Tillsättningen av gruppen och arbetet inom den var inte helt problemfritt. Att ta fram ett sammanhållet regelverk gällande för alla företag enligt utländsk modell återuppväcktes 2003 av Styrelseakademien med sin *Vägledning till god styrelsesed*. Näringslivet ansåg sig länge inte behöva en bolagskod men tvingades sent omsider ompröva sin inställning när förtroendet för näringslivet fick påtagliga negativa konsekvenser för arbetsklimatet och näringslivets anseende utomlands. När FK tog tag i frågan om ett svenskt regelverk tackade näringslivsrepresentanterna ja till en inbjudan om att medverka till en brett förankrad regelbildning. Opinionsbildaren Svenskt Näringsliv fortsatte även med andra medel att försöka stärka förtroendet för storföretagandet och bjöd in till en medial händelse i mars 2004 kallad Förtroendekonferensen. Där offentliggjorde man bl.a. vägledning avseende ersättningar till vd och ledande befattningshavare. Kodgruppens första huvudsekreterare fokuserade inte så mycket på sedvanligt utredningsarbete utan mer på offentlig debatt och fick i oktober 2003 lämna plats för en ny sekreterare. Den 21 april 2004 presenterades regelverket i form av en offentlig utredning: SOU 2004:46 *Svensk kod för bolagsstyrning – förslag från Kodgruppen*. Förtroendekommissionen lade även fram ytterligare ett bredare betänkande SOU 2004:47 *Näringslivet och förtroendet*. Kodgruppen omformades för att ge ut ett reviderat förslag SOU 2004:130 *Svensk kod för bolagsstyrning – betänkande av kodgruppen*. Dessa betänkanden är utgångspunkten för den moderna svenska bolagsstyrningen.

Sammanfattningsvis inspirerar bolagsstyrningens moderna vägar till några reflektioner. I princip kan bolagsstyrningens utveckling sägas visa två spår: ett amerikanskt och europeiskt (det senare utstakat av Storbritannien). I detta avseende syns alltså mycket lite av den skiljelinje som går mellan ägarstrukturerna i olika länder som kommer att omtalas nedan. Det amerikanska spåret i framväxten av ökad debatt och strukturer i bolagsstyrningen präglas av vad som kan kallas aktieägaraktivism, dvs. att stora aktieägare själva tar tag i konkreta problem inom företag med de till buds stående medlen samt opinionsbildning. Institutionella investerare som CalPERS framställer policydokument och skickar andra styrsignaler till marknaden. Investerarna bildar även organisationer för att främja bättre bolagsstyrning även om allmängiltiga regelverk länge saknats. I det europeiska spåret mot modern bolagsstyrning har det normerande lösningen på problemen varit tongivande. Det har varit olika offentliga eller halvstatliga organ som utrett och reglerat området. Den mest kända utredningen är den brittiska Cadbury-rapporten och det efterföljande regelverket *Combined Code*. Det politiska trycket att reglera avarterna inom näringslivet har varit starkt vilket inneburit att näringslivets institutioner har fått värja sig mot lagreglering genom införandet av bolagskoder.

²⁹ FAR SRS, Näringslivets Börskommitté (NBK), Stockholmsbörsen, Stockholms Handelskammare, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlares Förening, Svenskt Näringsliv, Svenska Aktiesparares Riksförbund och Sveriges Försäkringsförbund.

Skälen till att dessa två spår uppstått kan härledas från uppfattningen av vilka bolagsstyrningsmekanismer som misslyckats i respektive länder. I USA förlitade marknaden sig på "marknaden för företagskontroll" (dvs. offentliga uppköp av företag av kontrollägare eller företagsledningar) vilket förtjänstfull lyckats omorganisera det amerikanska näringslivet från en företagsledardriven konglomeratstruktur till en mer aktieägarvänlig finansiell marknadsstruktur under 1980-talet. I Europa förlitade man sig mer på att de interna övervakningsmekanismerna i form av styrelser och revisorer skulle hålla företagsledningen i schack för att främja aktieägarnas intresse. I det amerikanska utvecklingsspåret visar införandet av lagstiftning på området att aktieägaraktivismen inte räckt till att hindra uppkomsten av företagsskandaler. I Europa har självregleringslösningen än så länge avvärja större lagstiftningsåtgärder från statens sida, även om EU kommit med flera särregleringar av olika frågor inom bolagsstyrningen. Inget av spåren framstår dock som en slutlig lösning utan båda typerna av lösningar blandas nu i och med de senaste regleringarna från USA och Europa. Spåren korsar varandra.

Huvudpunkter

- Bolagets interna organisation är ett sent utvecklingsskede för aktiebolagstekniken, vars primära funktion är ackumulering av riskkapital.
 - Företagsskandaler är en drivande faktor för regelutvecklingen inom bolagsstyrningen men har ofta samband med bredare spekulationsvågor och konjunkturella förändringar.
 - Aktiebolaget rymmer en fundamental konflikt mellan, å ena sidan, den direkta kontroll över bolagets tillgångar som företagsledningen besitter och, å andra sidan, det indirekta inflytandet till tillgångarna som aktieinnehavarna har i sin egenskap av ägare.
 - Bolagsstyrning har utvecklats av missnöjda aktieägare som vill försäkra sig om att de erhåller fullgod ersättning för sitt kapitalengagemang. Bolagsstyrningen utvecklas även av normgivande organisationer som värnar om aktiemarknadens funktionssätt och samhällsekonomisk effektivitet.
 - I Sverige har bolagsstyrningen blivit aktualiserad främst av 2000-talets företagsskandaler och internationella initiativ på området. Bolagsstyrningen har bl.a. kommit till uttryck i form av en utredning om förtroendet för näringslivet och betänkandet SOU 2004:46 En svensk kod för bolagsstyrning.
-

Kapitlet förklarar begreppet bolagsstyrning genom att presentera och diskutera några olika definitioner från regelverk, utredningar och andra sammanhang. En avgränsning mot näraliggande områden ger ett mer användbart begrepp. Vidare diskuterar vi bolagsstyrningens svagheter. Sammantaget ringar kapitlet ytterligare in bolagsstyrningen.

3. BOLAGSSTYRNINGENS DEFINITIONER OCH BEGREPP

3.1. Bolagsstyrningens många definitioner

Bolagsstyrningens problematik har alltså varit en följeslagare till aktiebolaget under lång tid. Men frågorna kring begreppet har snarast ökat än minskat. Vad är egentligen bolagsstyrning? Vad betyder bolagsstyrning?

Tabell 2 nedan presenterar olika definitioner av bolagsstyrning, hämtade från litteratur och regelverk. Att ämnet bolagsstyrning kräver en stipulativ definition av begreppet, dvs. att begreppet har en speciell mening som används i en speciell kontext, verkar vara tvångsmässigt. De flesta böcker och regelverk inom bolagsstyrningen inleds med en eller flera definitioner av begreppet. Denna tradition signalerar snarast osäkerhet än klarhet. Uppenbarligen är begreppet bolagsstyrning så abstrakt och komplext att inte ens experter på området kan vara säkra på att de använder samma definition. Samtidigt så verkar många av definitionsförsöken gå ut på att hitta så breda definitioner som möjligt. Vida definitioner gynnar möjligen debatten, men knappast en stringent analys eller vägleder praktisk tillämpning. I denna framställning söks snarast en analytisk definition av bolagsstyrning, alltså en definition som beskriver den allmänt använda definitionen av begreppet. Områdets praktiska innehåll bestämmer således definitionen. Problemet med arbetet att hitta en sådan definition är att debatten kring bolagsstyrning spänner som en kappa över flera olika teman.³⁰ Flera av dessa underliggande teman presenteras i denna framställning, men alla variationer får inte rum.

Denna framställning upprätthåller inte någon distinktion mellan begreppen bolagsstyrning och "corporate governance", även om detta är skulle vara möjligt. Bolagsstyrning uppfattas alltså som en ren översättning av det engelska begreppet. Begreppet "corporate governance" är av ganska sent datum även om innehållet och frågorna inte är det. Sammansättningen av orden "corporate" och "governance" sägs inte ha existerat före 1977. Begreppet är förknippat med lingvistiska problem, inte bara för icke engelskspråkiga, eftersom det tycks vilja förena två motpoler: den privata företagsformen aktiebolaget med grunden i förmögenhetsrättslig reglering och det offentliga regeringsformen med konstitutionell reglering. Bolagsstyrningen väljer en politisk modell framför den privaträttsliga och ekonomiska för att tackla de uppkomna frågorna. I en ekonomisk modell för bolagsstyrning borde snarast prismetanismen vara det avgörande för att lösa konflikter mellan aktieägare och företagsledning, t.ex. genom

³⁰ Se bl.a. kap. 4.

att företagets köps av finansiellt starka ägare som byter ut ledningen. Bolagsstyrningen visar ett system av åtgärder för att styra och kontrollera som bär likheter med vårt politiska system. Aktiva investerare kan t.ex. mobilisera stöd från minoritetsaktieägare för att påverka företaget istället för ackumulera röststyrka genom att köpa flera aktier.³¹

En vedertagen svensk översättning av begreppet *corporate governance* har också låtit vänta på sig. Det första ledet, *corporate*, är tämligen klart och översätts med bolag, eller mer exakt publikt aktiebolag. Jag kommer dock företrädesvis använda ordet företag i denna framställning istället för bolag för att visa att resonemangen egentligen hänför sig till alla typer av kommersiellt inriktade enheter snarare än till den specifika associationsformen. Det är dock det andra ledet som vållar mest bekymmer för en svensk översättare. *Governance* är ett begrepp som mer är hänförligt till politik än till juridik och ekonomi. *Governance* är ett uttryck som syftar på verbet "att regera".³² *Corporate governance* har givits tentativa svenska översättningar såsom ägarstyrning, ägarförvaltning, företagsledning, företagsstyrning och bolagskontroll. I många sammanhang används ägarstyrning som översättning men termen såväl begränsar områdets omfång och är grammatiskt problematisk. Är det ägarna som styr eller styrs? Efter delbetänkandet Svensk kod för bolagsstyrning från Förtroendekommissionens Kodgrupp 2004 får dock själva översättningsproblemen anses avgjorda, även om både ägarstyrning och företagsstyrning lever kvar bland flera aktörer.³³

Tabell 2: Bolagsstyrningens definitioner

Definition	Källa
Aktiviteter varigenom ägarna på kortare eller längre sikt påverkar ett företag och dess utveckling.	Nord (1990)
Systems by which companies are controlled and directed	Cadbury (1992)
Ways financiers assure themselves of getting return on their investments.	Shleifer och Vishny (1997)
Bolagsstyrning handlar om hur ansvaret för företagets förvaltning ska organiseras och utkrävas mellan ägare, styrelser och företagsledningar.	Carlsson (1997)
Den kontroll och övervakning som är avsedd att sammanlänka ledningens handlande med de intressen som aktieägarna samfällt har.	Bergström & Samuelsson (1997)
The complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rent generated by a firm.	Zingales (1998)
En ny företagsfilosofi för en global marknad	Öhrlings Coopers & Lybrand m.fl.(2000)
Corporate governance is concerned with holding the balance between economic and social goals and between individual and communal goals. The	Världsbanken (2000)

³¹ Se Pound, John, *The rise of the political model of corporate governance and corporate control*, New York university law review, 1993.

³² Begreppet har en spännande etymologi. Det har kommit till engelskan via franskan som fått det från latinets *gubernare* som i sin tur hämtat det från grekiskans *κυβερνω* (kubernan). Kubernan översätts normalt med "styrmanskonst" dvs. den konst en styman utövar på ett skepp för att föra detta tryggt i hamn. Den moderna betydelsen av ordet är att navigera.

³³ Företagsstyrning används som översättning av EU:s översättare vilket medför att begreppet återkommer även i svenska utredningar och förarbeten. Många institutionella investerare använder termen ägarstyrning och kopplar det till sin särskilda ställning.

governance framework is there to encourage the efficient use of resources and equally to require accountability for the stewardship of those resources. The aim is to align as nearly as possible the interests of individuals, corporations and society.	
De mål et selskab styres efter og de overordnede principper og strukturer, der regulerer samspillet mellem ledelseorganerne i selskabet, ejerne samt andre, der direkte berøres af selskabets dispositioner och virksomhed.	Nørby (2001)
Corporate Governance refers to that blend of law, regulation, and appropriate voluntary private-sector practices which enable the corporation to attract financial and human capital, perform efficiently, and thereby perpetuate itself by generating long-term economic value for its shareholders, while respecting the interests of stakeholders and society as a whole.	Weil, Gotshal & Manges (2001)
Corporate governance handlar om att lösa två grundproblem: att fördela kapital till rätt företagsledning och se till att de utnyttjar det väl.	T:son Söderström, m.fl. (2003)
A set of relationships between a company's management, its board, its shareholders and other stakeholders.	OECD (2004)
Det system genom vilket företag styrs och kontrolleras – med den underförstådda innebörden att det är ägarnas ansvar att utöva denna styrning och kontroll.	Förtroendekommissionen (2004)
Styrning av bolag på ett sätt som gör att de uppfyller ägarnas krav på avkastning på det investerade kapitalet och därigenom bidrar till samhällsekonominns effektivitet och tillväxt.	Kodgruppen (2004)
Ett globalt språk för en post-marxistisk kapitalism och med tyngd i principer om öppenhet och hederlighet	Reinius (2004)
The way power is exercised over corporate entities	The Economist (2004)

Urvalet av definitioner i tabell 2 är inte heltäckande men kan ändå antas vara representativt för debatten. Definitionerna är mycket varierande i omfång, syfte och ordval. Vissa av definitionerna är närmast auktoritativa, de får betydelse på grund av att de publicerats av en institution med inflytande. De har tagits fram i samband med att regelverk utarbetats och sjösatts. Så är fallet med bl.a. Kodgruppens definition. En definition som fått stort inflytande som föregångare är Cadbury-rapportens (system för att styra och kontrollera), vilken påverkat de flesta av de europeiska försöken till att definiera bolagsstyrning. Andra definitioner är av mer teoretisk natur och försöker snarast analytiskt beskriva företeelsen. En definition som fått stor betydelse är den ganska svepande finansiellt inriktade definitionen av Shleifer och Vishny ("ways to assure return to investors"). En översiktlig analys av definitionerna fångar upp vissa gemensamma frågor.

En första fråga för flera av definitionerna är: vilken är bolagsstyrningens *målsättning*? I många definitioner och sammanhang utpekas företagets vinstgenerering som det främsta målet. En vinstgenerering som levererar avkastning till aktieägarna. Målet är här finansiellt; det kan mätas som vinst, tillväxt, avkastning eller på annat sätt. Ibland sägs bolagsstyrning handla om att säkerställa företagets finansiella överlevnad. Även om denna finansiella målbeskrivning är dominerande i definitionerna finns även alternativa eller kompletterande mål. Ett mer övergripande mål som ser bortom det enskilda företaget är att bolagsstyrningen syftar till att uppnå samhällsekonomisk effektivitet. Företagen är viktiga enheter i

samhällsekonomin och bolagsstyrningen uppfattas som garant för att de ska bidra till samhället på ett effektivt sätt. Ett annat sätt är att utgå från en motsättning mellan samhällets, företagens och individernas mål och att bolagsstyrningens uppgift är att hitta en balans mellan dessa mål. Relaterat till detta också att bolagsstyrningen ska bidra till allmänhetens förtroende för näringslivet. Effektiva företag som bidrar till samhället är inte tillräckligt utan även att de uppfattas som värdeskapande av samhällsmedborgarna i deras egenskap av konsumenter.

Målsättningen är dock inte tillräcklig för att förklara bolagsstyrningsbegreppet. Det tycks också vara viktigt att identifiera vilka *aktörer* som är inblandade. De flesta definitioner pekar ut aktieägarna som den centrala gruppen i bolagsstyrningen. Ibland benämns de finansiärer eller investerare, begrepp som även kan användas i bredare bemärkelse som innefattar även borgenärer och innehavare av andra finansiella instrument än aktier. En grupp som ibland inkluderas är potentiella eller framtida aktieägare. Som motpart till aktieägarna finns företagsledning eller företaget. Med företagsledning menas vanligen styrelsen och verkställande direktören samt dennes ledningsgrupp. Det är företagsledningen och därmed företaget som ska styras av aktieägarna. Det är ibland snarast objektet, företaget som ska styras, som är i fokus i definitionen. Även om majoriteten av definitionerna pekar ut dessa grupper finns det flera som lyfter fram också andra aktörer. Ibland preciseras dessa, exempelvis Nørby-rapporten att de andra som berörs av företagets verksamhet är *bl.a. medarbetare, kreditorer, leverandörer, kunder og lokalsamfund*. Med en gemensam beteckning har dessa andra aktörer på engelska kallats *stakeholders* (ung. risktagare). På svenska används ordet intressent med ungefär samma innebörd. Några av definitionerna saknar tydliga personkategorier.

En tredje fråga är: vilka *aktiviteter* utgör bolagsstyrning? Här gäller det att utröna vilka handlingar som aktörerna kan eller bör utföra inom bolagsstyrningen. I princip handlar det alltså om verben i de olika definitionerna. Det finns många bud: styra, kontrollera, ansvara, påverka, utöva inflytande, organisera, övervaka, försäkra m.fl. Cadbury-definitionen har fått stort genomslag och i den uppfattas de huvudsakliga bolagsstyrningsaktiviteterna som styrning och kontroll. I Sverige har Kodgruppen valt att lägga tyngdpunkten på styrningen; ordet kontroll saknas i definitionen. Följdriktigt är antalet regler i bolagskoden direkt riktade mot finansiell kontroll få. Definitionerna är något vaga avseende formerna för aktiviteterna. I fråga om aktieägare finns olika aktiviteter reglerade i aktiebolagslagen, t.ex. röstning på bolagsstämma för att styra företagets beslut och organisation. Många andra handlingar inom bolagsstyrningen har inte sådan rättsligt specificerad form. I de mest generella definitionerna beskrivs också bolagsstyrningsaktiviteter som påverkan eller inflytande, för att inte utesluta någon form av aktivitet som faktiskt har inverkan på företaget. Flera definitioner inkluderar alltså aktiviteter som inte kräver en särskild form eller stöd av lagregler. Många intressenter som inte är aktieägare står i en avtalsrättslig relation till företaget och kan använda sig av avtalsvillkoren för att påverka företaget. Så är fallet med exempelvis borgenärer, kunder och leverantörer. För andra intressentgrupper som inte har en direkt rättslig relation till företaget, t.ex. allmänheten, så är aktiviteterna ofta helt formlösa. Den påverkan som intresseorganisationer och privatpersoner i sin egenskap av konsumenter utövar på företagen är väl så styrande för företagets strategiska inriktning som något verktyg aktieägarna kan använda.

En fjärde fråga av övergripande karaktär i definitionerna är: hur är bolagsstyrningen *ordnad*? Definitionerna beskriver bolagsstyrning som system, metoder, regler, relationer, filosofi m.m. Bolagsstyrning handlar alltså inte bara om aktörer och handlingar utan även om hur allt detta är samordnat på ett övergripande plan för att uppnå målsättningen. Vilken position har de

olika aktörerna i förhållande till varandra? Vilka aktiviteter kan nyttjas och till vilka syften? Bolagsstyrningen uppfattas vanligen som en typ av påbjuden norm; företagen ska visa "god bolagsstyrning" (*good corporate governance*) och bristerna i företagen under senare tid förklaras med "bristande bolagsstyrning". I flera sammanhang ses bolagsstyrningen ordnad som ett regelverk. I en mer vetenskaplig syn på bolagsstyrningen beskrivs bolagsstyrningen som ett system, dvs. en uppsättning av mål, resurser och komponenter.³⁴

En rättslig syn på aktiviteterna i bolagsstyrningen

Lagstiftningen har hittills inte arbetat med begreppet bolagsstyrning. Det förekommer dock många rättsliga regleringar som tar sikte mot bolagsstyrningsaktiviteter, även om andra begrepp används. De viktigaste exemplen är de delar i aktiebolagslagen som fastställer bolagsorganens uppgifter: "Styrelsen svarar för bolagets organisation och förvaltningen av bolagets angelägenheter" (ABL 8:4) och "Den verkställande direktören skall sköta den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och anvisningar" (ABL 8:29). Att just ordet *förvaltning* har fått beteckna styrelsens och företagsledningens direkta kontroll över företaget understryker att ledningen av aktiebolag är en deriverad rättighet, dvs. en rätt som härletts från någon annans rätt. Ledningen av företaget är ett uppdrag för styrelsen och verkställande direktör. Detta uppdrag innebär en delegering av makt, inte oinskränkt makt. Maktdelegeringen sker från bolagsstämman, vilken består av aktieägarna. Men beträffande aktieägarnas möjligheter av att styra uppdragstagarna och därigenom bolaget är ABL än mer lakonisk "Aktieägarnas rätt att besluta i bolagets angelägenheter utövas vid bolagsstämma." (ABL 7:1).

"Bestämmande inflytande" är ett annat generellt begrepp i aktiebolagslagen som tar sikte på bolagsstyrningens aktiviteter och tillika former. Begreppet används som ett av flera kriterier för att avgöra när ett koncernförhållande uppstår (jfr ABL 1:11 och ÅRL 1:4), dvs. när ett dotterbolag anses vara underordnat ett moderbolag. Koncerndefinitionen räknar upp några av formerna för inflytande: ägande av aktier, avtal med andra aktieägare, avtal med aktiebolaget eller föreskrift i bolagsordningen. Bestämmelserna är också klargörande rörande det omedelbara syftet för de olika legala formerna för styrning: förfogande över röster, tillsättande eller avsättande av styrelseledamöter samt "bestämmande inflytande". Om ett aktiebolag äger aktier i ett annat och "har rätt att ensamt utöva ett bestämmande inflytande över denna på grund av avtal med den juridiska personen eller på grund av föreskrift i dess bolagsordning, bolagsavtal eller därmed jämförbara stadgar."³⁵ Begreppet bildar det mest generella syftet i koncernkatalogen men är tyvärr inte preciserat av förarbetena till ABL. I Redovisningsrådets koncernredovisningsrekommendation RR 00:1 sägs dock att "bestämmande inflytande innebär en rätt att utforma ett företags strategier i syfte att erhålla ekonomiska fördelar." Inom redovisningen beskriver man även en lägre nivå av inflytande, s.k. betydande inflytande, i intresseföretag (RR 13 Intresseföretag): "betydande inflytande innebär att ägarföretaget kan delta i de beslut som rör ett företags strategier, men innebär inte bestämmande över dessa strategier." Trots att begreppet bestämmande inflytande således inte har en alltigenom klar betydelse kan tjäna som referenspunkt för bolagsstyrningen och ge den ett aktiebolagsrättslig kontaktpunkt. Utifrån aktiebolagsrättsliga och redovisningsrättsliga normer kan bolagsstyrningens aktiviteter och former preciseras till framförallt ägande och avtal som syftar till utformningen av företagets långsiktiga planering.

³⁴ Jfr kapitel 9.

³⁵ ABL 1:11 1 st 4 pkt.

Stämman har flera verktyg för att dirigera företagsledningen, men ett har en friare form än övriga och kan innefatta olika typer av föreskrifter till styrelsen, verkställande direktören eller annan företrädare. I ABL 8:41 2 st e contrario kan läsas att stämman får lämna ”anvisning” till företagets ställföreträdare. Begreppet anvisning är inte givet utan företeelsen benämns i praktiken ibland direktiv eller instruktion.³⁶ Företagsledningen får dock inte följa anvisningen som strider mot aktiebolagslagen, årsredovisningslagen eller bolagsordningen.

Lagstiftningen ger alltså inte särskilt stora möjligheter att förstå vilka aktiviteter som ingår i bolagsstyrningen. Ett alternativt sätt att tänka kring aktiviteterna i bolagsstyrningen är att se till de kontroll- och styrvillkor som ofta infogas i olika affärsavtal, t.ex. aktieägaravtal, företagsköpavtal och finansiella avtal. Dessa kontrollvillkor, ofta kallade *covenants*, har en bakgrund i att flera parter av olika anledning är intresserade av ett företags framgång och måna om att ha ett ord med i laget kring hur denna säkerställs. Villkoren utformas ofta som kataloger över beslut som bara får fattas i samtycke eller i annan kvalificerad ordning. En katalog kan till exempel se ut som följer:

7.1 För beslut i följande frågor skall vara giltigt krävs att parterna skall vara eniga:

- a. Ändring av bolagsordning.*
- b. Ändring av Bolagets aktiekapital samt emission av värdepapper.*
- c. Vinstutdelning eller jämförlig kapitalanvändning.*
- d. Beslut om att Bolaget skall träda i likvidation.*
- e. Förändring av Bolagets säte och lokaliseringen av Bolagets verksamhet.*
- f. Beslut rörande inriktningen av Bolagets verksamhet.*
- g. Avgivande av bindande offert som i det enskilda fallet avser produkter med ett försäljningsvärde överstigande 500.000 kronor.*
- h. Accepterande av order som i det enskilda fallet avser produkter med ett försäljningsvärde överstigande 500.000 kronor.*
- i. Utdelning eller därmed jämförlig betalning eller åtgärd.*
- j. Nyanställning eller uppsägning av personal.*
- k. Utfästelse om bonus, pension eller annan ersättning till ledande befattningshavare.*
- l. Avyttring av tillgång med ett nyanskaffningsvärde överstigande 100.000 kronor.*
- m. Förvärv av tillgång till värde överstigande 100.000 kronor.*
- n. Upptagande eller förändring av lån.*
- o. Beviljande av kredit annat än sedvanlig kundkredit eller ställande av borgen eller annan säkerhet.*
- p. Väsentlig ändring av priser och rabattvillkor.*
- q. Väsentlig organisatorisk förändring.*

Det rör sig alltså om beslut vilka en part bedömt kan få stor inverkan på dennes möjlighet att göra sina övriga rättigheter enligt avtalet gällande, t.ex. att en säljare av ett företag vill ha ett fortsatt inflytande för att säkerställa att en tilläggsköpeskilling som köparen utlovat verkligen betalas.³⁷ Det är alltså denna typ av konkreta frågor kring förvaltning av företaget som kan vara viktiga att ha inflytande över inom bolagsstyrningen.

³⁶ Se Stattin, Daniel, *Företagsstyrning – styrinstrument och ansvarsföljder i ett aktieblagsrättslig perspektiv*, Uppsala universitet, 2005.

³⁷ Se vidare i Sevenius, Robert, *Företagsförvärv – en introduktion*, 2003.

Bolagsstyrning fungerar som en tolkningsmodell

Enligt min uppfattning har de presenterade definitionerna framförallt ett värde genom att lyfta fram de begrepp och idéer bakom bolagsstyrningen. De bidrar kring en förståelse till fenomenet. Jag anser inte att det för närvarande är möjligt att ta fram en allmängiltig stipulativ definition som förklarar bolagsstyrningen, snarare är analytiska definitioner vägen mot bättre förståelse. Gångbara frågeställningar är "Hur fungerar bolagsstyrningen?" och "Vad gör aktörerna?", medan frågor som "Vad är bolagsstyrning?" och "Varför finns bolagsstyrning?" lätt leder till cirkelresonemang.

En sammanfattande definition av företeelsen bolagsstyrning som jag själv ändå vill betona är att *bolagsstyrning fungerar som en tolkningsmodell för företagets intressekonflikter och lösningarna av dessa konflikter*. Man kan säga att bolagsstyrningen är läran om intressekonflikter i företagande och näringsliv.

Det är intressekonflikterna och hanteringen av dessa som kan förutspås prägla framtidens näringsliv och företagande. Intressekonflikter uppkommer i situationer där två eller flera parter har existerande eller potentiella motstående intressen.³⁸ Intressekonflikterna kan indelas i uppdragsrelaterade, bolagsrelaterade och marknadsrelaterade intressekonflikter, beroende på vilka relationer parterna intar gentemot varandra. Konflikterna kan både uppkomma eftersom den som agerar har ett eget intresse vilket avviker från dennes förpliktelser gentemot andra (egentliga intressekonflikter) och andra konflikter uppkommer på grund av att den som agerar har motstående förpliktelser gentemot flera externa parter (lojalitetskonflikter). Ett viktigt exempel som ger prov på alla dessa kategorier är revisorns roll och ställning i aktiebolaget.

Bolagsstyrningen är framförallt koncentrerad till tre bolagsrelaterade intressekonflikter:³⁹ majoritetsaktieägarna kontra minoritetsaktieägarna, aktieägarna kontra företagsledningen och aktieägarna kontra borgenärerna.

Även om dessa konflikter är de centrala kring vilken aktiebolagslagen och bolagskoden är uppbyggda är inte uppräknningen fullständig. I bolagsstyrningen synliggörs ytterligare konflikter mellan grupper och roller. I exempelvis fallet Skandia som var en koncern med ett försäkringsaktiebolag och en ömsesidig livförsäkringsverksamhet uppkom konflikter mellan olika ägarkollektiv.

Problemet med intressekonflikter är att de skapar kostnader för företagen och samhället. Ett inneboende dilemma med tolkningsmodellen är dock att intressekonflikterna snarast accentueras genom att de lyfts fram och förtydligas i bolagsstyrningen. Modellen fordrar att verktyg för maktutövning, styrning och kontroll – olika tvångsmedel – skapas och används. Detta innebär att aktörerna och normgivarna utgår från att konflikterna finns och realiseras istället för att förutsätta att parterna samarbetar för ett gemensamt mål: framgångsrika företag och fungerande samhällsekonomi. Utgångspunkten är intressekonflikt snarare än intressegemenskap.

Med detta kan vi låta bolagsstyrning vara en av andra möjliga infallsvinklar rörande styrning och kontroll av företag, inte en teoribildning som är låst ägarperspektivet i företagen. Istället

³⁸ Se Nord, Gunnar, och Thorell, Per, *Intressekonflikter och deras hantering – en introduktion*, i Nord, Gunnar och Thorell, Per (red.), *Intressekonflikter och finansiella marknader*, Stockholms centre for commercial law, 2006.

³⁹ Bergström, Clas och Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, 1997.

är bolagsstyrningen som ett par glasögon med vilka en viss typ av problem uppmärksammas samt en verktygslåda som innehåller olika verktyg för att lösa problemen.

Bolagsstyrningens definition i sammandrag

Bolagsstyrningen innebär att styrning och kontroll av bolagets funktionärer (dvs. bolagsorganen) är i fokus. Funktionärerna ska på ett ansvarfullt sätt förvalta den omedelbara kontroll över företagets affärsverksamhet och organisation som förlänats dem. Även de aktörer som ligger utanför den interna bolagssfären är viktiga för förståelsen av bolagsstyrning; dessa är alla de intressegrupper som kan utöva inflytande över bolaget, t.ex. aktieägarna, borgenärerna, affärskontrahenter, arbetstagarna eller normgivare. Också dessa aktörer har en position i förhållande till bolaget där det kan ställas krav och i vissa fall utmätas ansvar. Bolagsstyrningen lyfter fram bolaget som ett medel, ett verktyg, för olika intressen hos "bolagsstyrarna" oavsett vilket personligt mål de har. På detta sätt berör bolagsstyrningen ytterst sett fördelning av fördelar och risker mellan olika funktionärer och aktörer i aktiebolagssystemet.

Även om ämnet bolagsstyrning kan uppfattas som relativt nytt har resonemangen och regleringen funnits länge. Aktiebolagsrätten, normerna på värdepappersmarknaden, redovisningsprinciper, avtalsrätten och andra normsystem har länge brottats med problemen som bolagsstyrningen nu lyfter fram. Den erforderliga kunskapen för bolagsstyrning kanske redan finns tillgänglig, och behöver endast sorteras om för att kunna användas i detta sammanhang.⁴⁰ Det ska dock även sägas att bolagsstyrning ändå inte är ett färdigt ämne. Det är inte fast avgränsat och lättillgängligt paketerat, varken för en bred eller för en djup förståelse. Sanningen är att ämnet snarast ligger i utkanten av vetenskaplig analys: de grundläggande definitionerna och begreppen är vaga, de iakttagna sambanden är svåra att bevisa eller vederlägga, och de engagerade specialisterna kan alltså oftast uppfattas som representanter för någon intressentgrupp. Även reglerna och debatten om bolagsstyrning är ett spel om makten över företagen.

Sammantaget anammar bolagsstyrningen i stort sett en ekonomisk-juridisk förklaringsmodell. Begreppet är inriktat mot företagets funktionssätt oavsett samhällsekonomiska eller andra etiska målsättningar. Andra modeller kan ta ett annat vetenskapligt perspektiv, t.ex. sociologiskt, etiskt eller politiskt. Det är ett misstag att tro att bolagsstyrning kan bli en form av metanivå för företag och intressentgrupper när den egentligen är en del av ett större system, som inkluderar affärsstrategi, konjunkturläge, demografi, teknologi m.m. Företagens principaler kan inte enkom vara "bolagsstyrare", lika lite som de endast kan vara strateger.

3.2. Demarkering av bolagsstyrningens gränser

Eftersom bolagsstyrning är ett vagt begrepp finns det anledning att identifiera områden som inte tillhör eller endast gränsar till bolagsstyrningen. Enligt Kodgruppen ingår inte frågor om revision, aktiemarknadens funktionssätt samt företagets förhållande till omvärlden i bolagsstyrningsbegreppet.⁴¹ Avgränsningen är kanske något snäv i förhållande till många av definitionerna som beskrivits ovan. Särskilt revisionsfrågor torde falla inom bolagsstyrning inom de flesta definitionerna; en annan sak är att inte Kodgruppen ansett sig kunna tillföra några materiellt relevanta regler till detta område. Avgränsningen är dock lämplig eftersom

⁴⁰ Nord, Gunnar, "Corporate governance" på svenska, Juridisk tidskrift, 1989/90.

⁴¹ SOU 2004:130.

den styr bort från vissa teman i debatten om bolagsstyrning som inte lämpar sig för reglering, vare sig frivillig genom näringslivets försorg eller lagstiftning.

Det är även här viktigt att hitta avgränsningar som kan bidra till att koncentrera framställningen till vissa bestämda frågor. Nedan presenteras kortfattat några områden som ofta ansluter till debatten om bolagsstyrning, men som enligt en mer restriktiv uppfattning inte är direkt hänförliga till området.

Ekonomistyrning

Ekonomistyrning, eller företagsekonomisk styrning, är något annat än bolagsstyrning. Företagsekonomisk styrning inkluderar flera mycket olika delområden, bl.a. verksamhetsstyrning, finansiell styrning, projektstyrning och strategisk styrning. En bred definition av ekonomistyrning är all styrning som i någon utsträckning påverkar företagets ekonomi. En generell beskrivning av området är att med hjälp av ekonomiska mått och modeller försöka uppnå förutbestämda mål för företaget. Den viktigaste delen av ekonomistyrningen är de ekonomiska mått som används för att sätta upp mål och mäta styrningens framgång. Det finns två principiellt viktiga typer av ekonomiska mått: finansiella mått, som mäter företagets resultat eller ställning, och lönsamhetsmått, som relaterar företagets resultat till dess utnyttjade kapital. Fyra centrala styrmedel i ekonomistyrningen är organisationsform, belöningsystem, formell styrning (genom budget, strategi, operativ styrning m.m.) samt informell styrning (t.ex. genom företagskultur och ledarskap).⁴²

Ekonomistyrning skiljer sig i många avseenden från bolagsstyrning, kanske inte så mycket i mål som i medel. Framförallt går skiljelinjen på organisatorisk nivå: ekonomistyrningen är framförallt en del av styrelsens och företagsledningens förvaltning av affärsverksamheten medan bolagsstyrningen är inriktad på företagsintressenternas verktyg för styrning och kontroll av företagsledningen. Intressenternas former för att påverka företagsledningen är genom olika rättsliga mekanismer med ett förutbestämt innehåll. I ekonomistyrningen är medlen framförallt av ekonomisk natur och kan i princip utformas hur som helst. Ekonomistyrningen har dock mycket gemensamt med bolagsstyrning eftersom den i princip leder mot samma mål. Ekonomistyrningen operationaliserar det övergripande målet för företaget, dvs. att leverera värde till aktieägarna. Den är en viktig komponent för att konkretisera ägarnas målsättningar på operativ nivå i företaget. Ekonomistyrning utgör dock ett verktyg för företagsledningen, inte för aktieägarna.

Företagens samhällsansvar

Företagens relation till och ansvar inför det omgivande samhället har i stort kommit att införlivas i debatten om bolagsstyrning. *corporate social responsibility* (CSR) – begreppet har översatts till ”företagens samhällsansvar” eller ”hållbar utveckling” (*sustainable development*) – är ett område som aktualiserats inom både näringslivet och samhället på lokal, nationell och internationell nivå. En milstolpe i CSR-debatten är boken *No logo* av Naomi Klein (2000) som bl.a. beskriver företagets tilltagande ekonomiska makt och företagets ökade globala närvaro som skäl för att frågorna om företagets samhällsansvar fått betydelse.

Frågorna kring företagets samhällsansvar är inte nya för den allmänna och politiska diskussionen eftersom företagen länge varit så viktiga aktörer i vårt samhällssystem och

⁴² Se Samuelsson, Lars A. (red.), *Controllerhandboken*, uppl. 8, Industrilitteratur, 2004.

kommer så vara framgent. Redan i samband med att miljömedvetenheten vaknade under 1960-talet, bl.a. med boken *Silent spring* (1962) av Rachel Carson, hamnade ofta företagen i fokus. Samhället i stort och så även företagen bör eftersträva ”hållbar utveckling” i sina tillväxtstrategier, dvs. det sätt dagens befolkning tillgodoser sina behov bör inte äventyra framtida generationers möjligheter att tillgodose sina behov. Sedan senaste sekelskiftet har dock begreppet företagens samhällsansvar blivit tongivande, med ambitionen att omfatta även andra aspekter än naturmiljö. I takt med företagens gränsöverskridande närvaro med produktion och försäljning i olika delar av världen har de också fått en alltmer komplicerad relation till omvärlden. Företagen anses allmänt ha ett ansvar i alla sina relationer till omvärlden, inte bara de som uttrycks i kontrakt eller kommersiella relationer. En förklaring av allmänhetens låga förtroende för multinationella företag är företagens tillkortakommande vad gäller hänsynen till de värderingar som bl.a. uttrycks i internationella konventioner, t.ex. mänskliga rättigheter och arbetsmiljö. Den tilltagande globaliseringen har skapat en motkraft som lägger företagets aktiviteter och ansvar under luppen. Företagen avkrävs att de också ska agera som ansvarfulla samhällsmedborgare (s.k. *corporate citizen*). I denna utveckling kan vi således skönja en tredje kravställare på företagen – vid sidan av missnöjda finansiärer och stabilitetssökande samhällsorgan – medborgarna och deras organisationer. En kravställare vars röst växer i styrka.

Genom globaliseringen av näringslivet ställs företagen inför nya problem som de inte tidigare behövt eller förstått att ta hänsyn till. Konsekvenser av företagens agerande som tidigare i nationalekonomiska termer ansågs ”externa”, dvs. att kostnaden inte drabbade företaget utan snarare sågs som en outtömlig och gratis resurs som t.ex. rent vatten och luft, har nu fått ökad betydelse för företagen – bl.a. genominförandet av överlåtbara utsläppsrättigheter. Eftersom företagen framförallt är knutna till nationell rätt för sin etablering och sitt samspel med omvärlden har den internationella rätten inte någon omedelbar giltighet för deras agerande. Det saknas lagstiftning som direkt underställer företagens agerande olika grundläggande rättigheter av konstitutionell natur, t.ex. åsiktsfrihet och rättssäkerhet. I vissa länder där multinationella företag etablerar sig finns kanske inte heller dessa restriktioner i landets grundlagar. Det kan också vara så att företagen agerar i enlighet med nationella sedvänjor och affärsmoral, t.ex. som premierar korruption och nepotism, även om det finns formella förbud mot detta. Sanktionerade påbud saknas för företagen att verka för den ekonomiska, sociala eller miljömässiga utvecklingen för de länder där de är verksamma.

Gränsöverskridande normer rörande företagens samhällsansvar har emellertid inte låtit vänta på sig, även om normerna sällan varit vare sig tvingande eller effektivt sanktionerade. Initiativtagarna till regler och diskussioner har i många fall varit olika typer av icke-statliga ideella organisationer förankrade i folkrörelser, s.k. NGO:er (*non-governmental organisations*), t.ex. Amnesty International och Human Rights Watch. Även flera etablerade internationella organisationer för samverkan mellan stater har utarbetat normer kring företagens samhällsansvar. Ett regelverk är FN:s Global Compact som lanserades vid World Economic Forum i Davos 1999. Global Compacts syfte är att främja företagens ansvarsfulla delaktighet i samhället så att de kan hjälpa till att lösa globaliseringens utmaningar. Global Compact består av tio principer inom områdena mänskliga rättigheter, arbete, miljö och korruption. Till Global Compact ansluter sig företagen frivilligt. Ett annat initiativ kommer från OECD som har utfärdat ”Riktlinjer för multinationella företag”, i en reviderad version 2000. Riktlinjerna är en samling frivilliga principer och standarder för ansvarsfullt företagande i olika områden, bl.a. anställningsfrågor, kommersiella relationer, mänskliga relationer, miljö och konsumentfrågor. I de omtalade regelverken ingår bl.a. ILO:s åtta s.k. kärnkonventioner, rörande bl.a. organisationsfrihet, tvångsarbete, barnarbete och

diskriminering.⁴³ Den socialdemokratiska svenska regeringen hade ett initiativ som byggde på nämnda regelverk som kallades Globalt ansvar. Det finns flera organisationer som övervakar företagets agerande i omvärlden, både utifrån denna typ av regelverk och utifrån andra etiska normer. Ett svenskt exempel är SwedWatch, vilka sedan 2002 följt svenska multinationella företags verksamhet runt om i världen. Ett annat exempel är Fair trade center, vilket startades 1996 som ett informationscentrum om svenska företags handel med och verksamhet i utvecklingsländer. Båda dessa organisationer påverkar svenska företag att visa hänsyn gentemot människor och miljö utomlands. En annan typ av kravställare i dessa frågor är s.k. etiska fonder, vilka är kommersiella fondföretag som delvis använder etiska kriterier för att välja investeringsobjekt, t.ex. att de inte investerar i företag vars verksamhet inkluderar försäljning av vapen, tobak eller pornografi.

Företagens samhällsansvar har fått från kritik från marknadsliberalt håll. Flera uppfattar företagets roll i samhället som produktionsenheter, vars uppgift är att omvandla insatsvaror till produkter. Företagen är verktyg för ekonomisk utveckling och ska enbart vara vinstorienterade. För att företagen ska kunna uppfylla sin roll effektivt bör företagen få så stor ekonomisk frihet som möjligt.⁴⁴ Dessutom tolkas företagets intresse för samhällsansvar som ett cyniskt spel för gallerierna. "Företagen har ett egenintresse av att fylla sitt varumärke med 'goda värden', vilket också betyder att de aktivt agerar för att undvika sådant som skulle kunna skada varumärket."⁴⁵

Den här framställningen är inte riktad mot företagets samhällsansvar utan försöker istället skilja detta område från bolagsstyrningen. Många gör ingen skillnad mellan områdena; diskussionerna kring bolagsstyrning och företagets samhällsansvar går många gånger ihop. Bolagsstyrningen kan som beskrivits uppfattas som inriktad på styrning och kontroll av bolagets funktionärer baserat på en rättslig och ekonomisk förklaringsmodell, vilket innebär att bolagsstyrningen egentligen syftar till att vara neutral i förhållande till målen för företagen. Det är intressenterna som sätter upp målen för företagen. Mål som kan, men inte nödvändigtvis behöver, inkludera uttalade hänsyn till mänskliga rättigheter och naturmiljö. De faktorer som finns i företagets omgivning har inflytande på de materiella beslut som fattas inom företagen, åtminstone på lång sikt, men är inte nödvändigtvis faktorer i den interna beslutshierarkin i företag. Bolagsstyrningen är en fråga om bestämmande inflytande över företagen. Makt över företagen kan förespråkare för företagets samhällsansvar skaffa sig genom t.ex. domslut och konsumentpåverkan, men finns inte som en färdigpaketerad ekonomisk-legal styrningsmekanism att nyttja. Att företagets samhällsansvar exkluderas i den här boken innebär givetvis inte att företagets samhällsansvar inte är ett viktigt område.

⁴³ International labour organization, *Declaration of fundamental principles and rights at work* (1998).

⁴⁴ Se t.ex. Henderson, David, *Missriktad välvilja - Falsa föreställningar om företagets samhällsansvar*, översättning, Timbro, 2002.

⁴⁵ Från Svenskt Näringsliv, *Hållbar utveckling*, 2004.

*Companies do not act independently from the societies in which they operate. Accordingly, corporate actions must be compatible with societal objectives concerning social cohesion, individual welfare and equal opportunities for all. Attention to legitimate social concerns should, in the long run, benefit all parties, including investors. At times, however, there may be a trade-off between short-term social costs and the long-term benefits to society having a healthy, competitive private sector. Societal needs that transcend the responsive ability of the private sector should be met by specific public policy measures, rather than by impeding improvements in corporate governance and capital allocation.*⁴⁶

Företagsetik

Diskussionen om etik är lika gammalt som vår kultur och har då också minst 2 500 år av uttolkare att luta sig mot. En praktisk koppling mellan företagande och etiska frågor är dock av senare datum. Affärsverksamhet kan ofta uppfattas snarast som en motsats till moraliskt handlande. Etik står för något extremt långsiktigt, nästan evigt, och affärer bedöms på kortare, överskådlig sikt. Företagsetik är en märklig blandning av filosofi och företagsekonomi, där företagsledare och företag avkrävs högre moral än vad enklare lagar och andra regelverk stipulerar.⁴⁷ Debatten om bolagsstyrning har i många fall förts med etisk retorik, särskilt diskussionen rörande ersättning till företagsledare. Det är viktigt att inte utelämnat de etiska aspekterna av bolagsstyrning, eftersom de sätter de yttre ramarna för vad samhället kan accepteras från företagen. Det kan dock vara problematiskt att låta etiken utgöra en del av analysen eller verktygen. De normer som fastställs i lagar och andra regelverk kan inte direkt jämföras med etik. De moraliska normerna är ofta vagare, men ibland också mer inriktade på praktiska detaljer och etikett, än lagregler och andra utomrättsliga normer i bolagsstyrningen. Det är tydligt att det som är juridiskt giltiga kan strida mot det moraliskt legitima. Moraliskt handlande har beskrivits som en efterlevnad av icke-sanktionierbara normer. Bolagsstyrning kläs lämpligen i mer tekniska termer som kan fyllas med olika mål. För att förstå och beskriva verktygen och sambanden i bolagsstyrningen är det således en fördel att tillfälligt tillåta sig skilja på mål och medel.

De omtalade områdena i avsnittet om företagens samhällsansvar visar bl.a. att företagen utsätts för stort tryck att inlemmas som samhällsinstitutioner och ta ansvar för utvecklingen inom deras kontrollsfär. Etiska och sociala överväganden inordnas som en del av företagens beslutsgrunder. Ett område som kan sägas ligga på gränsen mellan de etisk-sociala grunderna för företagande och området bolagsstyrning är t.ex. frågan om större jämställdhet i styrelserummen och företagsledningarna.

Från de etiska implikationerna av bolagsstyrning är steget inte långt till ämnet makt. I många sammanhang har bolagsstyrningsdebatten ytterst handlat om makten över företag och näringslivet i sin helhet. Makt- och härskarproblematik har varit ett kärt ämne genom hela kulturhistorien. Det är framförallt inom politiken (samt religiösa och krigsmaktssammanhang) som makt- och styrningsproblematiken diskuterats och utvecklats. Det antika Greklands demokratiska ansats har fått stort genomslag som styrningsnorm i världens nationer och organisationer. Argument som anknyter till demokratiska värdegrunder förekommer i bolagsstyrningsdebatten, t.ex. rörande röstvärdesdifferentiering. Montesquieus maktfördelningslära har präglat mycket av den struktur som förekommer i världens

⁴⁶ OECD Business sector advisory group on corporate governance, *Corporate governance – improving competitiveness and access to capital in global markets*, 1998.

⁴⁷ Se Brytting, Tomas, *Företagsetik*, uppl. 2, Liber, 2005.

demokratiska stater. Maktfördelningshänsyn kan även läsas in i uppdelningen av aktiebolagets funktionella organ med ett beslutande, ett styrande, ett verkställande och ett kontrollerande organ. Bland kommentarer kring makt och härskarfrågorna finns även en omfattande klassisk litteratur som Machiavellis Fursten och Shakespeares Macbeth. Maktproblematiken finns alltid i bakgrunden i bolagsstyrningen och maktanalys kan vara ett alternativt sätt att komma närmare ämnet.

3.3. Svagheter i bolagsstyrningen

Bolagsstyrningen har flera svaga punkter även inom det område som faller innanför dess gränser. I detta avsnitt räknas i all korthet upp några av bolagsstyrningens baksidor.

Stora företag

Bolagsstyrningen är i stor utsträckning inriktad mot styrningen av stora företag. Det är i stora börsnoterade och multinationella företag med mycket spritt ägande som bolagsstyrningens problem har uppmärksammats. Det är också i denna miljö olika resonemang och lösningar utarbetas. Små och ägarledda företag diskuteras nästan inte alls – eller så är de hänvisade till att de ska ordna sin styrning i enlighet med principerna för bolagsstyrningen i stora företag. Många problem är annorlunda för små företag, bl.a. att aktieägarnas relation till företagsledningen vanligtvis inte föranleder några ombudsproblem. Många regler inom bolagsstyrningen är orimligt betungande och fördyrande för små företag, vilka vare sig har de ekonomiska eller personella resurserna för att implementera vissa av bolagsstyrningens nya organisatoriska enheter. Redan de grundläggande reglerna i ABL uppfattas ibland som svårbegripliga för nya entreprenörer. Samtidigt så är det viktigt att den ambitionshöjningen beträffande rolluppdelning och arbetsformer för bolagsorganen inte går förlorad i de mindre bolagen. Den nya bolagskoden ska implementeras successivt, inledningsvis blir större bolag noterade på A- och O-listan skyldiga att följa den, därefter övriga börsbolag. Mindre bolag kan anknyta till den i tillämpliga delar, men den är särskilt anpassad till aktiemarknadsbolag och andra kategorier av bolag med ett spritt ägar- eller allmänintresse.

Ägarfokus

Bolagsstyrningen är i mycket fokuserad på aktieägarna. I de flesta sammanhang berörs inte de former för och behov av inflytande som andra intressenter har, behöver eller kan utveckla. Till exempel har grupperna borgenärer och anställda stora möjligheter till inflytande som mycket väl bör diskuteras inom ramen för bolagsstyrning. Att bolagsstyrningen uppfattas som en diskussion om ägarstyrning riskerar att begränsa regleringen till aktiebolagslagen, så också olika möjligheter till lösning av problemen.

Värdegrund

Bolagsstyrning kan även uppfattas som ett ämne med en ideologisk-politisk bias. De specialister och forskare som intresserar sig för ämnet har i flera fall en marknadsliberal- och maktkonservativ grund. Många av dem som engagerat sig i ämnet är opinionsbildande organisationer och intressegrupper som har en uttalad eller dold politisk agenda. Det senkomna uppvaknandet av svenska regelmakare kan tolkas som att det från de olika maktbarnas perspektiv trots allt inte funnits några egentliga problem med svensk

bolagsstyrning utan att denna trots avsaknaden av direkta regler vuxit fram under lagstiftarens överinseende.⁴⁸ Detta gäller även de regler kring bolagsstyrning som nu växer fram.

Regelmakare och regelbevakare råder det ingen brist på inom bolagsstyrningen. Frågan som istället bör ställas är som ofta den klassiska latinska aforismen *quis custodiet ipsos custodes* (vem vakar över väktarna).

Konjunkturberoende

Ytterligare en svag punkt är att bolagsstyrning tenderar att diskuteras främst i dåliga tider. I de perioder som företagen och samhällsekonomin i stort går bra så finns det få personer som håller diskussionen och utvecklingen igång, men i tider när företagen går sämre finns det ett stort intresse och tilltro till att hitta brister, syndabocker, systemfel och förbättringsmöjligheter. Förra kapitlet visade sambandet mellan spekulationsbubblor och regelutveckling inom bolagsstyrning. När jag själv intresserade mig för bolagsstyrning 1995 var "corporate governance" snarast ett ämne för akademiker än för praktiker. När jag inledde arbetet med denna bok nästan tio år senare är "corporate governance" en förhållandevis livskraftig debatt i näringslivet, en fråga i domstolarna, föremål för statlig inblandning och en viktig rapporteringspunkt för enskilda företag och ägare.

Jurisdiktion

Ytterligare ett problem för bolagsstyrningen är att det de mesta av resonemangen härstammar från den angloamerikanska marknaden och jurisdiktionen. De förutsättningar och regler som gäller i Storbritannien och USA är i många avseenden andra än i Sverige. Aktieägandet är mer spritt vilket har givit det grundläggande ombudsproblemet mellan företagsledning och aktieägare. I Sverige har vi många kontrollägare och det grundläggande ombudsproblemet är snarast mellan kontrollägaren och minoritetsaktieägarna. Trots detta har många av de mekanismer som utvecklats i den angloamerikanska bolagsstyrningen fått stå modell för vår reglering. Problemen har uppfattats av svenska regelmakare men knappast från angloamerikanska investerare som försöker bedöma olika nationella bolagskoder efter en och samma måttstock.

Kostnader

Från ett praktiskt perspektiv finns även problemet med att bolagsstyrningen gett upphov till nya regler vilka dels hotar att ta tid och fokus från frågor som har med affärsverksamheten för företagsledning, styrelse och aktieägare, dels kostar företagen pengar när de tvingas utarbeta nya arbetsmetoder och funktioner.

Grundläggande antaganden

En mer akademisk problematik är att de rättsekonomiska analysmodellerna inte är utan svagheter. Den grundläggande synen inom rättsekonomin är att människan som ekonomisk aktör agerar utifrån egoism och opportunism. Modellerna inom rättsekonomi bygger på finansiellt betingade beteenden hos aktörerna snarare än samhällstillvända kollektivt medveten handlingar.

⁴⁸ Jfr Högfeldt, Peter, The history and politics of corporate ownership in Sweden, 2004.

Sammanfattning

- Bolagsstyrning har inte någon vedertagen allmängiltig definition men brukar förknippas med system för styrning och kontroll av företag.
 - För att närmare förklara bolagsstyrning identifieras dess målsättningar, aktörer, aktiviteter och ordning. Det talas vanligtvis om målsättningen som vinstmaximering, aktörerna aktieägare och företagsledningar; aktiviteterna styrning, kontroll och ansvarstagande samt att bolagsstyrningen är ett system.
 - Bolagsstyrning kan uppfattas som en tolkningsmodell för företagets intressekonflikter och dess lösningar.
 - Svagheter hos bolagsstyrning är bl.a. små företags bolagsstyrning, inflytelserika intressegrupper som inte är ägare, ideologisk bias och konjunkturberoende.
-

Kapitlet ger en introduktion till de teorier som huvudsakligen ligger bakom bolagsstyrningen, bl.a. företagsteorier, agentteorin och intressentmodellen. De olika teoretiska byggstenarna är viktiga som förklaringar av grunderna och den praktiska utvecklingen av bolagsstyrningen.

4. TEORIER OM FÖRETAG OCH STYRNING

4.1. Inledning

Forskningen om och studierna av bolagsstyrning är mycket omfattande. Specialister från många olika discipliner har intresserat sig för bolagsstyrningen och skrivit hyllmeter om ämnet. Ämnet har blivit något av en samlande punkt för nationalekonomer, företagsekonomer, jurister, samhällsvetare, historiker och andra. Det är svårt att överblicka allt det akademiska och teoretiska stoff som producerats inom ämnet, bl.a. pga. av den vaga avgränsningen som ämnet fått. Bara i Sverige finns många olika böcker med direkt eller indirekt fokus på bolagsstyrning.⁴⁹ Intressanta verk har författats av bl.a. Sven-Olof Collin, Sven Olof Arlebäck, och Rolf H. Carlsson,⁵⁰ Det finns tyvärr inget hållbart sätt att överblicka allt som sagts i fråga om bolagsstyrning.

Kapitlet presenterar några av de teoretiska huvudlinjerna som ligger till grund för många av bolagsstyrningens frågor, problemställningar och lösningar. Redogörelsen är inte uttömmande även om de centrala teorierna och verken omfattas. Det teoretiska fundamentet bolagsstyrningen inleds med en övergripande diskussion kring företagets natur; vad är ett företag egentligen? Den centrala delen av kapitlet ägnas åt agentteorin och angränsande teorier beskriva grunderna för bolagsstyrningen. Därtill finns andra finansiellt inriktade teoribildningar som kompletterar bilden av bolagsstyrningen i den företagsekonomiska världsbilden. En viktig kontrast till denna uppfattning är den mer organisationsteoretiskt inspirerade intressentmodellen. Därutöver finns ytterligare flera angreppssätt: "voice-exit" och informationsasymmetri behandlas här.

4.2. Vad är ett företag egentligen?

En viktig hörnsten i teorierna som lägger grunden till bolagsstyrningen är att de alla bygger på en uppfattning om vad ett företag är. Företagets natur har visats sig vara svårfångad och är i mycket en vattendelare för jurister och ekonomer. Företagsteori, dvs. vad ett företag är och varför de uppkommer, har varit fröet till de flesta teoribildningar som beskrivs i detta kapitel.

⁴⁹ I Libris, databasen för de svenska forskningsbibliotekens samlingar, ger sökning av strängen "bolagsstyrning OR ägarstyrning OR företagsstyrning" cirka 150 träffar. Samma sökbegrepp ger nära 250 000 träffar med en sökmotor på internet. "Corporate governance" ger över 42 000 000 träffar.

⁵⁰ Bl.a. Arlebäck, Sven Olof, *Från ägarmakt under ansvar till företagsledarmakt u p a – en studie över maktförskjutningen i tre svenska verkstadsaktiebolag*, Lunds universitet, 1995. Collin, Sven-Olof *Ägande och effektivitet – Wallenberggruppens och Svenska handelsbanksgruppens struktur, funktion och effektivitet*, Lunds universitet 1997. Carlsson, Rolf H., *Ägarstyrning – om corporate governance från Wallenbergsfär till offentlig sektor*, Ekerlids förlag, 1997.

Utan att föregå detaljerna i de olika teorierna ska en kort genomgång av några viktiga uppfattningar om företagets natur presenteras i detta avsnitt.

Frågan vad ett företag innerst inne består av har flera berörningspunkter med bolagsstyrning. Företagsteori är avgörande för vilka aktörer som kan anses legitimt delaktiga och aktiva i bolagsstyrningen. Det är också viktigt för att förstå vilka mål som är möjliga och erkända för aktörerna och hur bolagsstyrningens mekanismer kan användas. Vem som kan styra och vem som kan styras. Om man exempelvis anser att företaget är en form av kontrakt mellan ledningen och aktieägarna kan det innebära att detta kontrakt kan sägas upp och omförhandlas om någondera parten är missnöjd. Om det istället anses att företaget är en institution som lever sitt eget liv vid sidan av aktieägarna och bolagsledningen kan parterna bara indirekt påverka genom att inträda eller utträda som part eller funktionär.

I klassisk nationalekonomisk teori betraktas företaget som en svart låda: in stoppas insatsvaror och kapital, ut kommer produkter och vinst. Företagets mål och aktivitet styrs av utbud och efterfrågan. Det som ytterst styr företagen är varu- och tjänstemarknadens prismekanismer. Dyra eller billiga råvaror påverkar vad företagen producerar, likaså höga eller låga priser gentemot kunden. Detta synsätt utelämnar de problem och fördelar i produktionen som finns p.g.a. den interna organisationen av företag. Det finns ingen entreprenör, företagsledare eller ägare. Det finns inte heller någon fördel med ett företag framför en enskild producent eller att kunden själv köper insatsvarorna och sätter ihop dem. Detta är i stort sett ett förlegat synsätt, även om det kan ha förtjänster inom den nationalekonomiska analysen.

Kontraktsanalogier

I agentteorin (eg. agent – principalteori) utvecklades ett perspektiv som i grunden innebär att företaget är ett s.k. nätverk av kontrakt (*nexus of contracts*). Synsättet förmedlar bilden av att företaget är en knutpunkt för en mängd avtal mellan olika ekonomiska aktörer. Företagsledningen är spindeln i nätet som ingår relationer med alla andra aktörer. Styrningen av företaget är alltså en effekt av de relationer som företaget består av, framförallt relationerna mellan företagsledningen, aktieägarna och borgenärerna. Agentteorin tillerkänner emellertid inte företaget en roll som kontrahent i kontrakten utan ser snarast företaget som ett samlingsbegrepp för kontrakten. Bolaget betraktas som en juridisk fiktion; en artificiell konstruktion som tillskapats för att förenkla avtalsbildningen mellan aktörerna. Agentteorin öppnar alltså locket på den svarta lådan och blottar relationerna inom företaget. Den visar att aktörerna har inflytande på hur företaget agerar på marknaden. Agentrelationerna ställer också till problem och kostnader (se nedan).

En tidig ekonomisk teori om företagets existensberättigande och grunden för dess uppkomst är den s.k. transaktionskostnadsteorin som fördes fram av nobelpristagaren Coase i den epokgörande artikeln *The nature of the firm* 1937.⁵¹ Transaktionskostnadsteorin har sedermera introducerats och utvecklats Williamson.⁵² Coase utgår från samordningen av ekonomiska aktiviteter och menar att denna kan ske på två sätt: antingen genom samordning på en marknad eller inom ett företag. Problemet med marknadssamordning är att denna ger upphov till transaktionskostnader – t.ex. kostnaden för att värdera och prissätta varor,

⁵¹ Coase, R, *The nature of the firm*, Economica, 1937.

⁵² Bl.a. i Williamson, Oliver E., *The economics of discretionary behaviour: managerial objectives in a theory of the firm*, Prentice-Hall, 1964. Williamson, Oliver E., *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*, Free Press, 1975 och Williamson, Oliver E. *The economic institutions of capitalism*, Free Press, 1985.

förhandlingskostnader och skatter. Genom att samordna aktiviteterna inom ett företag blir det billigare eftersom samordningen sker aktivt men utan marknadens friktioner av en entreprenör. En central del av transaktionskostnadsteorin är att själva poängen med företag är att minska antalet kontrakt i jämförelse med marknadssamordning. Transaktionskostnadsteorin sätter alltså in en aktiv skapare i företaget som planerar och ordnar produktionen. Styrningen från ägarna och andra intressenter är inte centralt i transaktionskostnadsanalysen. Till skillnad mot agentteorin är transaktionskostnadsteorin inte bara en analys av relationerna innanför den svarta lådan utan även en förklaring till varför företag uppstått överhuvudtaget.

I de ekonomiska teoribyggen som härstammar från agent- och transaktionskostnadsteori har man ansett att de kontrakt som relationerna förutsätter och formar oundvikligen är ofullständiga. Detta kallas ibland *incomplete contracts theory* eller helt enkelt *contract theory*. Kontraktsteori innebär att avtal omöjligen kan stipulera varenda liten detalj och förutse alla upptänkliga händelser som kan inträffa efter undertecknandet. Och även om detta vore en realistisk möjlighet vore det alltför kostsamt.⁵³ Kontentan blir att alla kontrakt är inkompleta. Därmed uppkommer frågan hur ofrånkomligen tillstötande oförutsedda händelser ska tacklas? Svaret enligt kontraktsteorin är att tillskapa styrmekanismer inom kontrakten "*crafting ex post governance structures within which the integrity of the contract is decided*".⁵⁴ Det vill säga att inlemma villkor som kan användas för att avgöra konflikter utan att kontraktet måste sägas upp. Företaget är just en sådan "ex post styrningsstruktur". Aktiebolaget fungerar som ett verktyg för att finansiärerna, framförallt aktieägarna, ska kunna ventileras och bilägga sina intressekonflikter utan att företaget och relationerna helt måste upplösas.

I rättslig teori har också bolaget många paralleller med ett kontrakt. De enklare bolagsformerna som enkelt bolag, kommanditbolag och handelsbolag grundas ytterst i ett kontrakt mellan delägarna. Långvariga kontrakt ger också upphov till inflytande- och förändringsproblem som liknar de i associationer.⁵⁵ Till skillnad mot helt momentana avtal, t.ex. ett bilköp, innebär långvariga avtalsrelationer, t.ex. ett samarbetsavtal, i svensk rätt att en lojalitetsplikt utvecklas mellan parterna. En lojalitetsplikt som kan innebära tystnadsförpliktelser eller att ingendera parten ska få ut ett övervärde (den s.k. ekvivalensprincipen). Aktiebolaget är inte på samma sätt knutet till ett avtal. Däremot ligger ett antal kontraktsliknande dokument till grund för upprättande även av aktiebolaget och andra avancerade associationer. I aktiebolaget finns dels stiftelseurkunden, dels bolagsordningen som sätter ramen för associationen. Associationerna är dock inte avtalsformer som helt präglas av avtalsfrihet och "*pacta sunt servanda*" utan juridiskt sanktionerade relationer mellan andelsägarna som etablerats av lagstiftaren. Restriktionerna för aktieägare och företagsledning är omfattande i aktiebolagsrätten, som vi kommer att se nedan, vilket innebär att den grundläggande teorin om företaget som ett kontrakt erfordrar modifieringar.

Ägande och institutionellt slaveri

Den s.k. *property rights theory*, egendomsrättsteorin, tar fasta på ägarrollen – inte bara i förhållande till företag, utan ägandet vid alla former av egendom. Egendomsrättsteorin bygger i mycket på de tidigare beskrivna ekonomiska teorierna och är i grunden en ekonomisk analys

⁵³ Se Hart, Oliver, *Firms, contracts and financial structure*, Clarendon press, 1995.

⁵⁴ Williamson, Oliver E., *Corporate governance and corporate finance*, Journal of finance, 1988.

⁵⁵ Se Grönfors, Kurt, *Avtal och association*, Nerenius & Santérus förlag, 1997.

av innebörden av ägande och egendom. Äganderätt uppfattas som en samlingsterm som innehåller många olika rättigheter, ett "rättighetsknippe",⁵⁶ t.ex. att kontrollera användningen av egendomen, att överlåta den och t.o.m. att förstöra den. Det utmärkande för ägande kan i mycket sägas vara att ägaren har den residuala rätten över egendomen, dvs. den rätt som inte tillfaller någon annan pga. lag, sedvänja eller avtal. Den residuala rätten är alltså det som blir över efter olika begränsningar som påtvingas av lagstiftaren eller uppkommer genom frivilliga kontrakt med andra. I förhållande till aktiebolaget så är det aktieägaren som innehar dessa residuala rättigheter. En aktieägare kan alltså disponera över själva aktierna på det sätt som denna anser passar så länge det inte strider mot bl.a. aktiebolagslagen, bolagsordningen och individuella avtal (t.ex. optionsavtal om framtida försäljning av aktierna till ett visst pris). Aktieägaren kan också disponera över själva bolaget i den ordning som bestäms av aktiebolagslagen, bolagsordningen och aktieägaravtal.

Men de avancerade associationsformerna har en legal egenhet som passar mindre bra ihop med de ovanstående ekonomiska teorierna: associationerna är juridiska personer. En juridisk person kan ikläda sig rättigheter och skyldigheter på samma sätt som en fysisk person. Den s.k. personteorin inom associationsrätten jämställer bolag med livs levande fysiska personer. Aktiebolaget är en oberoende entitet i det juridiska systemet på så sätt att det är självstyrande och självt ansvarig för sina gärningar.⁵⁷ Detta får till följd att distinktionen mellan aktier och företag blir viktig. En aktieägare är ägare till aktier inte till företaget. Företaget och aktieägaren är principiellt sett på samma rättsliga nivå. En aktieägare är dock innehavare till en stor mängd rättigheter i förhållande till företaget som innebär att de i mycket styr bolaget, en form av "institutionellt slaveri".

Flera företagsteorier utgör försök att förlika det rättsliga konceptet juridisk person med de insikter som kommer från de ekonomiska teorierna. Enligt *institutionsteorin* inom juridiken betraktas företaget inte längre som en form av kontrakt utan som en grupp individer vilka äger ett kollektivt uttryckssätt som rättsligt erkänns och skyddas i en social och rättslig miljö.⁵⁸ Institutionsteorin separerar företaget från andra typer av rättsliga begrepp och ger den status av en "meta-institution" som har en autonom position i rättsordningen. En institution som har både rättigheter och skyldigheter samt kan handla i rättssak. Institutionsteorin illustreras av begreppet firma, som är företagets unika namn eller formellt den benämning under vilken näringsidkare driver sin verksamhet.⁵⁹ Genom firman kan aktieägarekollektivet och företagsförmögenheten dels hållas samman, dels särskiljas från andra förmögenhetskomplex.⁶⁰

Slutligen har vi "affärsverksamhetsteorin" (*enterprise conception*) enligt vilken företaget för och främst är en affärsdrivande institution och sekundärt är ett intressefokus.⁶¹ Rollen för det formella företagets rättsliga reglering är att underlätta och upprätthålla företagets verksamhetsföremål, affärsverksamheten. Bland annat genom att tilldela verksamheten en juridisk personlighet så att den kan ha självständiga relationer med kunder, leverantörer och

⁵⁶ Se t.ex. Skogh, Göran och Lane, Jan-Erik, Äganderätten i Sverige – en lärobok i rättsekonomi, uppl. 2, SNS förlag, 2000.

⁵⁷ Jfr Antunes, José A. Q. L. E., *Liability for corporate groups – autonomy and control in parent-subsidiary relations in US, German and EU law – an international and comparative perspective*, Kluwer law, 1994.

⁵⁸ Paillusseau, Jean, *The nature of the company*, i Drury, Robert R. och Xeureb, Peter G. (red.), *European company laws – a comparative approach*, Dartmouth publishing company, 1991.

⁵⁹ Förmögenhetskomplex (1974:156).

⁶⁰ Se Nilsson-Stjernquist, Per, *Föreningsfirmans funktion*, Gleerups förlag, 1950.

⁶¹ Paillusseau, *The nature of the company* i Drury, Robert R. och Xeureb, Peter G. (red.), *European company laws – a comparative approach*, Dartmouth publishing company, 1991.

myndigheter. Men företaget är också ett fokus för olika, ofta motstående, intressen, vilka omtalas på flera ställen i denna framställning.

Företagsteorierna påverkar i mycket synen på bolagsstyrning, särskilt uppfattning om vad som kan göras och med vilka medel. De ekonomiska teorierna fokuserar på att det är intressegrupper och individer som utformar de organisatoriska strukturer som krävs uppnå deras målsättningar. Man fäster stor vikt vid motivet vinstmaximering för aktieägarna som grundläggande princip för företagande. De juridiska teorierna för in den juridiska personen som en av aktörerna. Intressegrupperna kan endast ha accepterbart inflytande över företagen genom att utöva olika former av rättigheter gentemot företaget. Aktieägaren innehar en speciell samlig av legala rättigheter som kan göras gällande mot företaget som en självständig person, inte som vanlig lös egendom.

4.3. Agenter mot principaler

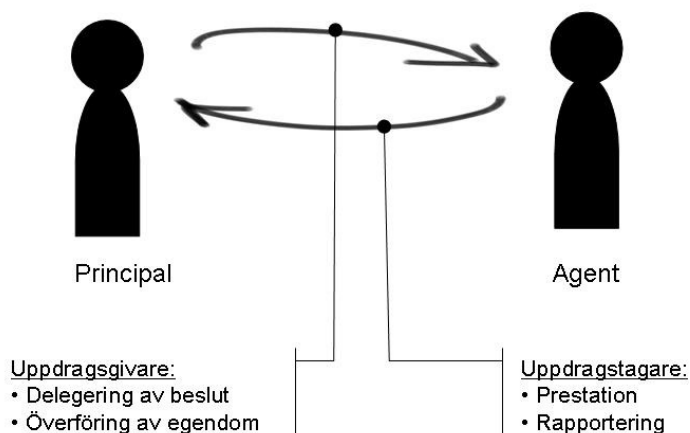
Ett viktig tidigt verk som mycket påverkat debatten om bolagsstyrning är, som tidigare nämnts, Berle och Means bok från 1930-talet. Den brukar även anges som upphovet till agentteorin.

Vilka var då huvuddragen i *The modern corporation and private property*? Författarna hade observerat tilltagande klyftor mellan ägandet och förvaltningen av företag. Stora företag ägdes i allt större utsträckning av anonyma, passiva aktieinnehavare medan de förvaltades av aktiva, starka företagsledare. I boken skisserades problemet med den separationen av ägande och kontroll som ägt rum i publika företag.⁶² Observationen låg till grund för följande analys: företagen hade genom den omfattande handeln på börsen fått ett ägande som blivit alltmer spritt till många aktieinnehavare, vilket passiviserade ägarfunktionen; samtidigt hade företagsledningarna fått ett mer begränsat ägande vilket medförde begränsad förmåga att anta aktieägarnas perspektiv. Situationen innebar sammantaget att målsättningarna hos aktieägare och företagsledare skiljde sig åt. Detta innebär en utveckling från den klassiska uppfattningen om att ägandet har en disciplinerande effekt. Berle och Means menar att "*if the individual is protected in the right both to use his own property as he sees fit and to receive the full fruits of its use, his desire for personal gain, for profits, can be relied upon as an effective incentive to his efficient use of any industrial property he may possess*". Det moderna företaget upplöser således det logiska sambandet mellan att äga egendom och styra över dess användande. Som beskrivits tidigare innebär detta ett problem eftersom den traditionella ägarfunktionen avseende hur egendomen förvaltas sätts ur spel. Berle och Means ger två lösningar på problemet: 1) att ställa högre krav på företagsledningens förvaltning och 2) att återbörda en aktiv kontroll till aktieägarna. Bolagsstyrning handlar om båda dessa vägar.

Uttolkningen av Berle och Means grundläggande analys av företaget och agentteorins centrala källa är en artikel i *The journal of financial economics* från 1976 av Jensen och Meckling med titeln *The theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership*. Jensen och Meckling definierar agentrelationen som "*a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent*".

⁶² Inom bolagsstyrningen uppfattas begreppet kontroll ibland som den kontroll, i bemärkelsen övervakning, som aktieägare och andra intressenter utövar gentemot företagsledningen. Ibland uppfatta dock kontroll som den direkta och faktiska kontroll, i bemärkelsen besittning, som företagsledningen utövar gentemot företagets egendom och organisation.

Figur 2: Principal och agent.



Aktiebolaget består av flera sådana uppdragsrelationer, vi har tidigare diskuterat bolagsrelaterade intressekonflikter. Två viktiga är dels relationen mellan investeraren (aktieägaren) och företaget (representerat av företagsledningen), dels relationen mellan borgenärerna och företaget (aktieägare och företagsledning i gemenskap).

Både, agenter och principaler förmodas (i varje given stund) försöka maximera sin egen nytta så länge inte deras beteende inte är bundet genom lag, kontrakt eller andra normer. Denna något negativa människobild med människor som rationellt egoistiska, s.k. *homo economicus* (den ekonomiska människan) har inte stått oemotsagd utan det finns kvalificerande teorier om betingad rationalitet, osäkerhet och altruism. Det kan dock konstateras att agentteorin ytterst bygger på en självvisk aktör.

Det centrala budskapet från Jensen och Meckling är att denna typ av relationer är kostsamma. Att vidmakthålla en relation där båda parter mest tänker på sig själv är svårt och kräver större administration än en relation som bygger på förtroende. Agentrelationerna ger upphov till tre typer av kostnader:

1. Kostnaderna för att övervaka att agenten agerar på ett sådant sätt att denna agerar i enlighet med principalens målsättningar, övervakningskostnader ("monitoring costs").

En sådan kostnad i företaget är t.ex. kostnaden för revisionen vilken bl.a. syftar till att granska företagsledningens förvaltning så att de följer aktieägarnas mål och förväntningar.

2. Kostnader för att upprätthålla och samordna relationen mellan agenten och principalen, samordningskostnader ("bonding costs").

En sådan kostnad är t.ex. kostnaden för olika incitamentsprogram vilka ser till att företagsledningen är ekonomiskt motiverade att tillgodose aktieägarnas vinstintresse.

3. Kostnader för förluster som trots dessa aktiviteter ändå uppstår på grund av att agenten inte tillvaratar principalens intressen, residualkostnader ("residual loss").

En sådan kostnad uppkommer t.ex. om företagsledningen trots revision och incitament begår brott som bedrägeri eller trolöshet mot huvudman.

Agentteorin lägger en central relation i näringslivet – ombuds- eller sysslomannaskapet – under luppen och försöker utröna dess egenskaper. Analysen visar nya riskområden i företagandet. Utöver de affärsmässiga och finansiella riskerna i företagandet uppkommer två typer av risker vid ombudsförhållanden: dels risken för att välja fel agent, dvs. en agent som inte tillvaratar principalens intressen på ett så tillfredsställande sätt som en annan agent skulle kunna ha gjort (selektionsrisk, "adverse selection"), dels risken att agenten använder sin direkta kontroll över egendomen under sin förvaltning för att skaffa sig egna fördelar till förfång för principalen (oaktsamhetsrisken, "moral hazard"). Lösningen på de uppmärksammade problemen involverar enligt agentteorin att samordna principalens och agentens målsättningar genom ekonomiska incitament, men också genom information och sanktioner.

Principalen utsätts för selektionsrisken inför överenskommelsen med agenten; det är en risk *ex ante*. Selektionsrisken förutsätter att dels att det finns flera agenter, dels att dessa agenter är olika sinsemellan. Risken för ett negativt urval förstärks av att principalen inte känner till agenternas individuella egenskaper, t.ex. riskattityd, skicklighet eller erfarenhet.⁶³ Dålig matchning mellan principalens intentioner och agentens egenskaper kan lindras genom en överenskommelse som beaktar olikheterna. Vi känner igen denna risk i samband med olika val till ledande befattningshavare i företag, framförallt valet av styrelsen ledamöter. Rekryteringen av ledamöterna har blivit en huvudfråga för bolagsstyrningen och en alltmer kostsam process.

Oaktsamhetsrisken har betydelse för relationen mellan principalen och agenten under deras löpande samarbete. Överenskommelsen mellan parterna är redan ingången, detta är en risk *ex post*. Oaktsamhetsrisken grundas i att agenten har fått det direkta förfogandet över egendom som tillhör principalen och att principalen inte längre har full insyn i vad som händer med egendomen. Oaktsamhetsrisken kan lindras genom att principalen övervakar agentens förvaltning eller försöker skapa incitament för att denna agerar som principalen avsett (vilket föranledde kostnader enligt ovan). I bolagsstyrningen är reglerna kring insynen i styrelsens och företagsledningens arbete en framträdande punkt, t.ex. redovisningsregler och aktieägarnas frågerätt. Därtill kommer reglerna kring olika arbetsordningar, beslutskompetens och befattningshavares ansvar. Även frågor om ledande befattningshavares ersättningssystem har blivit till en huvudfråga i bolagsstyrningen.

På vilka sätt förverkligas kostnaderna och riskerna i bolagsstyrningen? Det är först när en företagsledare eller annan befattningshavare agerar på ett sätt som inte ligger i linje med principalens förväntningar de stora kostnaderna uppkommer. Kostnaderna kan delas in i två kategorier:

⁶³ Jfr Rapp, Birger och Thorstenson, Anders, *Vem skall ta risken?*, Studentlitteratur, 1994.

1. Konsumtion⁶⁴

Begreppet konsumtion har en bred innebörd i detta sammanhang. Konsumtion är olika sätt en agent kan utnyttja sin direkta kontroll över egendom för att få olika fördelar som inte varit avsedda i överenskommelsen med principalen. I det extrema fallet rör det sig om olika typer av brott som stöld, bedrägerier, trolöshet mot huvudman m.m. I mindre uppenbara fall handlar det om att tillskansa sig olika typer av löneförmåner, t.ex. representationsmiddagar, resor, tjänstebilar m.m. En annan typ av konsumtion av egendomen är olika ersättningsmodeller, t.ex. avgångsvederlag, bonussystem och andra incitamentsprogram. Mellan dessa typer av konsumtion ligger förmåner som ledare av större företag kan skaffa, t.ex. representationslägenheter, bolagsjet och överdådiga kontor. I Sverige har boende blivit till en särskilt vanlig form av konsumtion i s.k. lägenhetsaffärer, både i företagssektorn och i den offentliga. En del av konsumtionen kan ske genom att tillskansa sig överdrivna icke-monetära förmåner som inte direkt ligger i företagets intresse – med Jensen och Mecklings ord: *”physical appointment of the office, the attractiveness of the secretarial staff, the level of employee discipline, the kind and amount of charitable contributions, personal relations (‘respect’, ‘love’, etc) with employees, a larger than optimal computer to play with, purchase of production inputs from friends, etc.”* Sådan icke-monetär konsumtion kan av förklarliga skäl svår att observera och beivra. Konsumtionen innebär att principalens avkastning blir lägre än vad den annars skulle ha varit, vilket framförallt drabbar aktieägarna eftersom dessa är berättigade till företagets överskott efter alla kontraktuella åtaganden.

2. Investeringsbias

Trots att konsumtion kan innebära stora belastningar på företagets resultat är de vanligen små i förhållande till de kostnader som uppkommer genom att företagsledningen gör felaktiga investeringar (eller desinvesteringar). De beslut som företagsledningen fattar för att utveckla och förvalta företaget kan ibland lida av någon form av bias, dvs. beslutet är partiskt och avspeglar företagsledarens egna önskemål eller rädslor snarare än ett affärsmässigt övervägt beslut. Det kan röra sig om irrationell expansion genom riskfyllda företagsköp, återinvestering av vinster trots låg avkastning, överkapitalisering för företagets framtida oplanerade behov, favoritprojekt utanför verksamhetsföremålet m.m.⁶⁵ En företagsledare kan använda företagets medel för investerar i rörelsefrämmande verksamheter som ligger i linje med dennes eget intresse, t.ex. en travbana eller en golfanläggning. Även investeringar som ligger inom verksamhetsföremålet men inte överensstämmer med principalen riskpreferens kan verka på liknande sätt. Det kan vara så att aktieägarna och företagsledningen investerar lånade medel i mer riskfyllda verksamheter än borgenären förstått.⁶⁶ Investeringsbias kan även förekomma som desinvesteringar, när företagen avyttrar verksamheter som tillhör företagets kärnverksamhet, vilket kan skada företaget på sikt.

Skälen till sådan investeringsbias är flera, bl.a.:⁶⁷

⁶⁴ Begreppet ”expropriation” (dvs. att företagets egendomar exproprieras av agenten) används ibland synonymt med konsumtion i engelsk litteratur. Begreppet undviks här eftersom det i svensk rätt har en särpräglad juridisk innebörd som inte åsyftas här.

⁶⁵ Se Shleifer & Vishny.

⁶⁶ Se Bergström & Samuelsson.

⁶⁷ T:son Söderström, s 25.

- Företagsledningen underskattar aktieägarnas alternativkostnad för kapitalet och överskattar sin egen förmåga att skapa god avkastning på kapitalet.
- Företagsledningen har en begränsad kunskap om näringslivet i övrigt, de kan företagets verksamhet och återinvesterar gärna i denna framför andra investeringar.
- Företagsledningen bygger gradvis upp en intressegemenskap med övriga anställda och samarbetspartner avseende vidareutveckling av företagets verksamhet framför att dela ut företagets överskott till aktieägarna.

Företagsledningen agerande vid fientliga företagsförvärv kan sägas ligga mittemellan kategorierna konsumtion och investeringsbias. Företagsledningen kan i detta fall uppfatta att deras maktposition är en så viktig förmån av sin anställning att denna kan ska bibehållas genom att investera företagets medel i defensiva åtgärder. På olika sätt kan företagsledningen försöka avskräcka uppvaktaren, bl.a. genom s.k. giftpiller (jfr nedan). Olika studier visar att aktieägarna skadas av företagsledningens försvarsåtgärder mot fientliga företagsförvärv.⁶⁸

Att agentrelationen är ett problematiskt förhållande har sedan länge uppmärksamats av rättsutvecklingen. Med den mest allmänna rättsliga termen som används i Sverige för agent är det något ålderdomliga ordet ”syssloman”, vilket i praktiska sammanhang torde vara liktydigt med uppdragstagare. Sverige har flera olika lagar som tar sikte på olika agentrelationer, bl.a. fullmactsreglerna 10 – 27 §§ avtalslagen, kommissionslagen och bulvanlagen. Det kan även i detta sammanhang vara intressant att reflektera över de obsoleta men ännu gällande stadganden i handelsbalkens 18:e kapitel som reglerar sysslomannaskap, vilka bl.a. beskriver agentens omsorgsplikt och ansvar:

1 § Varder man av annan ombuden, att å dess vägnar något syssla och uträtta, och säger där ja till; tage fullmakt, och ligge där sedan hans vårdnad å; göre ock redo och besked för det han om händer får.

3 § Handlar syssloman oredligt, brukar list emot honom, som fullmakt gav, vänder sig hans gods till nytta, lånar hans penningar ut, eller tager penningar upp i hans namn; svare till all skada (, och plikte efter omständigheterna). Vare ock den, som fullmakt gav, saklös i allt, vad syssloman, utom hans ombud eller vilja, av annan lånt, eller med någon slutit haver; utan det vises, att det honom till nytta använt är.

4 § Haver någon fått fullmakt, att för annan göra och låta, och tager den skada därav, som fullmakt gav; skylle sig själv, som sig ej bättre föresåg. Är ombudsman av försummelse, eller svek, vållande till skadan; plikte då han, som sagt är.

5 § Syssloman njute skälig arvodes lön, så ock vedergällning för det, som han å annans ärender rätteligen kostat haver. Är ej avtal därom gjort, eller åsämjer dem ej; ligge det då till rätten.

Tydligt är att redan 1736 när handelsbalken antogs väckte relationerna mellan principal och agent flera rättsliga frågeställningar. Agenten har en vårdplikt och ska redovisa sitt uppdrag. Principalen ska skyddas mot agentens oredlighet och list, medan agenten får ”skylle sig själv” om denne lider skada. Agenten har dock rätt till en skälig lön.

⁶⁸ Se Bergström & Samuels son.

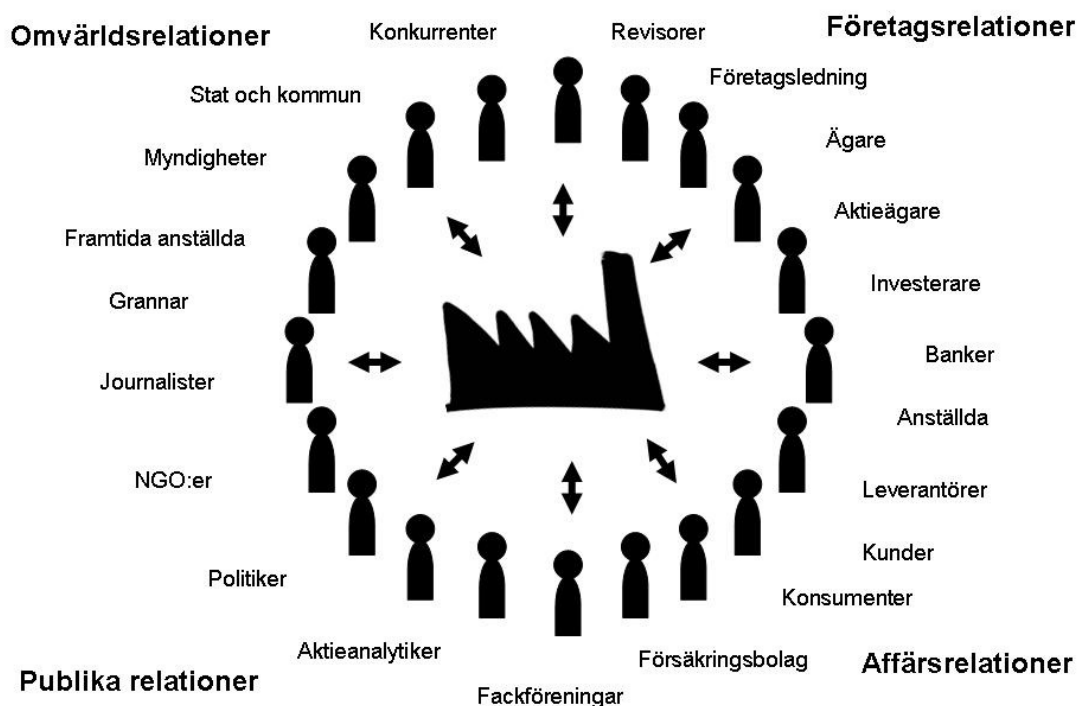
Bolagsstyrningen återkopplar ofta till agentteorins risker, kostnader och lösningar. ABL och bolagskoden har i många delar utformats för att hantera agent-principalrelationer.

4.4. Dansen runt företaget

En annan teoretisk modell som i bolagsstyrningen på senare tid delvis fått bilda kontrast till det utpräglade principal-agenttänkandet är den s.k. intressentmodellen. Intressentmodellen har dock gamla anor; den har funnits sedan 1940-talet och diskuterades först av organisationsteoretiker som Simon, Cyert och Marsch.⁶⁹ Den lanserades i Sverige av Rhenman och Ramström.⁷⁰

Intressentmodellen ser inte företaget som ett bilateralt samspel mellan endast två parter, som det agentteorin målar upp, utan utvecklar en bredare modell där betydligt fler grupper har relationer till företag. I princip alla individer, företag, organisationer, myndigheter, yrkeskategorier, m.fl. som har något intresse av hur det går för att företag kan inkluderas i intressentmodellen. Intressen är de ändamål eller förväntningar som en viss personkategori har i sitt förhållande till företaget i normala fall. Flera olika personkategoriers, intressegrupper eller intressenter, intressen sammanstrålar i företaget.

Figur 3: Intressentmodellen



Det förföriska med modellen är att alla intressegrupper, likt riddarna kring runda bordet, tycks ha lika stor legitimitet till att påverka och ställa krav på företaget. Modellen har i grunden en

⁶⁹ Simon, Herbert A, *Administrative behaviour*, MacMillan, 1947. Cyert, Richard M. och March, James G., *A behaviour theory of the firm*, Prentice-Hall, 1963.

⁷⁰ Rhenman, Eric, *Företaget som styrt system*, Norstedt, 1964. Ramström, Dick, *The efficiency of control strategies, communication and decision-making in an organisation*, Almquist & Wiksell, 1967.

demokratiskt och egalitär utformning. Intressentmodellen utvecklades följdriktigt under en tid då företagsdemokrati, särskilt de anställdas rätt till medbestämmande, var dominerande tankegångar snarare än som nu att företagen är en förlängning av aktieinnehavarens privata äganderätt. Varje intressegrupp har olika syften och former för sin påverkan. De skiljer sig åt även rörande de fördelar som de kan få ut från företaget. I praktiken råder mer av en hierarkisk modell där vissa grupper ständigt får göra sin röst hörd och regelmässigt få igenom sina krav (aktieägare, borgenärer) medan andra har långt till reellt inflytande (konsumenter, ideella organisationer).

Den ursprungliga intressentanalysen bygger på att förstå intressenternas, bidrag och belöningar som erhålls från företaget. Exempelvis, aktieägare bidrar med kapital, ställer krav på avkastning och belönas med utdelning. Enligt den ursprungliga modellen är företagsledningens uppgift att försöka genom att omfördela bidrag och belöningar skapa och bibehålla jämvikt. I den mån en intressentgrupps belöningar och bidrag inte står i proportion är det företagsledningens uppgift att återställa jämvikten genom att omfördela belöningar och bidrag eller att skapa större mängd belöningar för fördelning.⁷¹ Företagsledningens uppgift är således att sköta intressentadministrationen, dvs. att ständigt jämkä och förhandla med intressenterna, för att uppnå jämvikt och därmed säkra organisationens överlevnad.⁷² Idag ses dock företagsledningen också som en av en intressent, det finns m.a.o. ingen neutral jämviktsskapare.

Rättsligt sett kan intressenterna accepteras inom det legala ramverket enligt tre principer:⁷³

1. Genom att överlåta till intressenterna att utreda sina problem och komma överens om hur de ska organisera relationerna för att lösa sina konflikter (organisation genom kontrakt).
2. Genom att stipulera detaljerade och tvingande regler för interaktionen mellan intressenterna (organisation genom institution).
3. Genom att reglera vissa aspekter av relationerna med generella principer och låta intressenterna i detalj reglera sina mellanhavanden som inte stipuleras av tvingande regler (en medelväg mellan 1. och 2.).

I svensk rätt har lagstiftaren generellt sett slagit in på den gyllene medelvägen. Intressenternas frihet att komma överens om vad som gäller i deras relation kringgärdas med regler, av både generell och detaljerad karaktär. I princip har lagstiftaren fyra olika metoder för att införa regler för att balansera intressen:

- Reglera spridningen av information från företag och intressenter
- Införa och justera rättigheter för intressenterna
- Förädla företagets struktur och organ
- Skydd genom annan lagstiftning

⁷¹ Se Mabon, Hunter, *Organisationslärans utveckling*, uppl. 4, M&B Fackboksförlaget, 1973.

⁷² Se Rhenman, Eric, *Företagsdemokrati och företagsorganisation – om organisationsteoris tillämpbarhet i debatten om arbetslivets demokratisering*, Norstedts, 1967.

⁷³ Paillusseau, Jean, *The nature of the company*. i Drury, Robert R. och Xeureb, Peter G. (red.), *European company laws – a comparative approach*, Dartmouth publishing company, 1991.

Intressentmodellen har på ett tydligt sätt kommit till uttryck i aktiebolagslagen med de olika prioriterade skyddsintressen som traditionellt diskuterats som grund för regelverket; borgenärer är en prioriterad grupp, minoritetsaktieägare är en annan. Att se till dessa s.k. skyddsintressen har blivit till en generell tolkningsmetod inom aktiebolagsrätten. Intressentmodellen har dock sina brister som tolkningsmodell för aktiebolagsrättsliga regler. Reglerna diskuteras och analyseras som om de vore uppställda för att skydda eller tillgodose de specifika intressentgrupperna. Varje regel i aktiebolagslagen kan dock inte enkelt översättas till skyddsvärda intressen, samma regel kan ha flera olika skyddsintressen beroende på vilken systemnivå man lägger analysen. Exempelvis sägs kapitalskyddsreglerna normalt vara borgenärsskyddsregler, men i en vidare analys är det snarast aktieägarna som drar nytta av reglerna eftersom reglerna är en garanti för att företaget kan få krediter.⁷⁴ I en än vidare analys kan kapitalskyddsreglerna sägas vara till samhällets och allmänhetens nytta eftersom aktiebolaget är en viktig del av samhällsekonomin funktionssätt. En annan svaghet med skyddsintressenttolkning är att det inte finns någon etablerad metod för att bestämma vilket intresse en särskild regel är satt att skydda.⁷⁵ Skyddsintressena kvarstående funktion är snarast ett pedagogiskt verktyg att kategorisera och förklara ABL:s regler.

Inom bolagsstyrningen har intressentmodellen något kommit i skymundan genom fokuseringen på aktieägarens behov och syfte med sin investering. I många fall har aktieägaren dessutom tolkats som enkom majoritetsaktieägaren. Denna skevhet kommer sig i någon mån av att företagsfinansiell teori (*corporate finance*) kommit att fokusera på aktieägarvärde (*share holder value*), dvs. att företagets viktigaste uppgift är att leverera avkastning till de som investerat riskvilligt kapital i företaget. Det är i den andan bolagsstyrning har kommit att förknippas med framförallt ägarstyrning. Men få trender finns som inte ger upphov till en motreaktion. I fallet med bolagsstyrning diskuteras en vidare förklaringsmodell och förståelse för inflytandet i företag som i stort sett bygger på intressentmodellen i sitt ursprungliga utförande. Perspektivet kallas ofta för ”*stakeholder approach*”, dvs. den utgår från de intressentgrupper som har en insats i företaget. Perspektivet inbegriper inte bara en finansiell insats som aktieägare och borgenärer, utan även en arbetsmässig eller intellektuell insats samt ideella insatser räknas. Även ”insatser” som innebär att en intressent är passivt påverkad av företagets verksamhet genom t.ex. miljöförstöring. För de senare icke-kontraktuella och vaga relationerna är det normalt svårare att veta enligt vilka principer påverkan sker och motprestationer utbyts än i fallet med de finansiella investerarna. Modellen förknippas nuförtiden ofta med CSR-frågorna, men den tecknar framförallt en grundläggande syn av företaget som en medelpunkt för intressen och följaktligen en grund för intressekonflikter.

4.5. Rösta eller gå

En viktig teoretisk syn på företag och organisationer som påverkat språkbruket inom bolagsstyrningen kommer från Albert Otto Hirschman.⁷⁶ Hirschman utgår från olika sätt som intressenter kan agera i förhållande till en organisation i svårigheter. I enlighet med Hirschman finns tre principiella handlingsalternativ för individerna *voice*, *exit* eller *loyalty* att göra sin röst hörd, att lämna organisationen eller att lojalt stanna kvar. Hirschman har inte just bolagsstyrning för ögonen när han resonerar kring handlingsalternativen, men modellens begrepp har kommit att bli grundläggande även här.

⁷⁴ Se Rodhe, Knut, *Aktiebolagsrätt*, Skog, Rolf (red), uppl. 20, 2000.

⁷⁵ Se Åhman, Ola, *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten – om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt*, Lustus förlag, 1997.

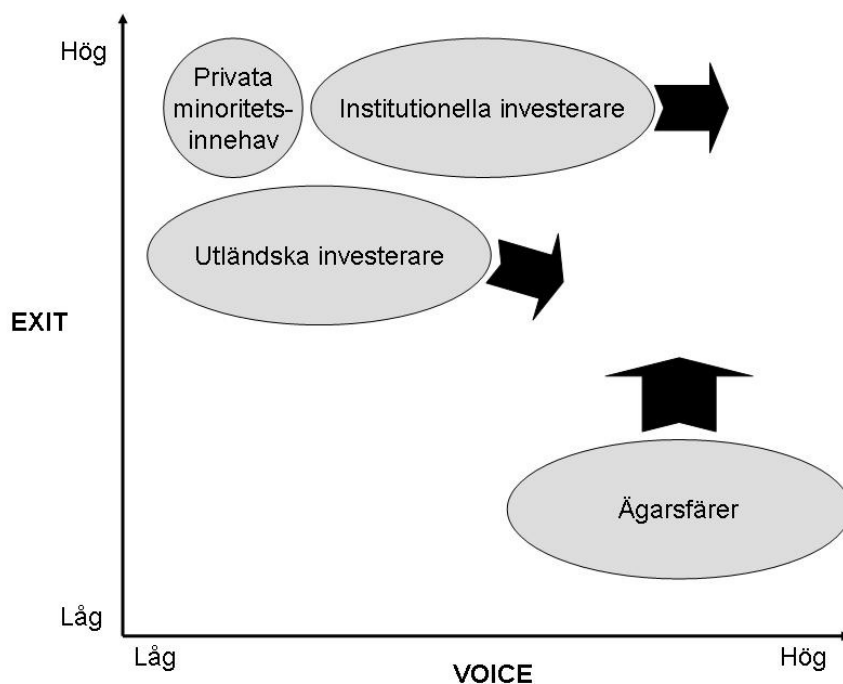
⁷⁶ Hirschman, A O, *Voice, exit and loyalty: responses to the decline in firms, organizations and states*, Harvard university press, 1970.

De principiellt viktigaste alternativen för vårt vidkommande är de två första missnöjesyttringen och utträdet. Alternativen beskrivs av Hirschman enligt följande:

1. "The firm's customers or the organizations members express their dissatisfaction directly to management or some other authority to which management is subordinate or through general protest addressed to anyone who cares to listen: this is the *voice option*. As a result, management once again engages in a search for the causes and possible cures of customers' and member's dissatisfaction."
2. "Some customers stop buying the firm's products or some members leave the organization: this is the *exit option*. As a result, revenues drop, membership declines, and management is impelled to search for ways and means to correct whatever faults have led to exit."

Inom bolagsstyrningen har handlingsalternativet *exit* har kommit att förknippas med "passiva ägare" och *voice* med "aktiva ägare". Hirschmans teori om *exit* och *voice* har i mycket fungerat som en indelning av olika intressenters handlingsalternativ för att få inflytande i företaget. De har också fungerat som en kategorisering av olika typer av mekanismer inom bolagsstyrningen som kan lösa intressekonflikterna. I många fall har olika aktörer förknippats med en typ av beteende, se figur X.

Figur 4: Ägarkategoriens benägenhet för exit och voice⁷⁷



⁷⁷ Inspirerad av Hedlund, Gunnar, *Ägarnas voice- och exitbeteende*, i Hedlund, Gunnar (red.) *Institutioner som aktieägare*, SNS Förlag, 1985.

Enligt Hedlund är privata småsparare och utländska placerare benägna att förlita sig på utträde om de inte uppskattar utvecklingen i ett företag, Att "rösta med fötterna", dvs. att sälja aktierna snarare än utöva inflytande på bolagsstämman har normalt även varit institutionella investerares strategi. Under senare tid har institutionella ägare tagit en aktiv del i bolagsstyrningen. Institutionerna intar alltså numera en form av mellanställning, med en grund i *exit* och en tendens till *voice*. Det har blivit allt enklare att ackumulera kapital på den svenska finansmarknaden vilket gynnat förekomsten av olika typer av flyfotade aktieägare, t.ex. uppköpsföretag och hedgefonder.⁷⁸ Vissa uppköpsföretag agerar mycket aktivt på börsen genom att skaffa sig en maktposition i företag och sedan aktivt försöka påverka företaget genom styrelsearbete eller omstrukturering, s.k. investerarakтивister (*investor activists*). Ett exempel på en sådan fond är Cevian Captial som bl.a. aktivt påverkat utvecklingen i Skandia, Lindex och Volvo. Dessa aktörer är dock helt finansiellt drivna och har även en hög benägenhet för utträde om målsättningarna inte skulle infrias. I kontrast till dessa aktörer har många av de traditionella ägarna i svenskt näringsliv, ägarsfärerna, har visats sig relativt obenägna att ompröva sitt s.k. kärninnehav. Deras extrema långsiktighet har garanterat kapitaltillförsel i företagen även under kristider. Samtidigt finns det en fortlöpande konflikt mellan de kommersiella kraven och maktintresset. Det finns dock inget statistiskt i strategierna utan även de förändras när investmentbolagen agerar mer som de nya uppköpsbolagen och omvärderar sina innehav. De utländska investerarna har blivit tredje största grupp på den svenska aktiemarknaden. Informationen kring denna heterogena grupp är bristfällig men den består både av utländska institutionella investerare och utländska ägarsfärer. Rörligheten för de utländska investerarna som grupp torde dock generellt sett vara större än deras svenska motsvarigheter.

Missnöje-utträdemodellen fungerar även för att beskriva andra intressentgruppers handlingsalternativ. Exempelvis kan konsumenter agera genom klagomål och reklamation (*voice*) eller genom köp av konkurrenternas varor eller konsumtionsbojkott (*exit*). Inom CSR och NGO:ernas strategier används ibland olika alternativ i enlighet med denna modell.

4.6. Informationsövertaget för företagsledningen

En viktig komponent i alla ovan omtalade modeller och teorier är information: utbyte av information om ett företag går bra eller dåligt; information om hur företagets ledning svarar på styrningsförsök från principalerna, återföring av kontrollinformation från revisorerna m.m. Bolagsstyrningen är en central bemärkelse beroende av information från företaget, kring företagets verksamhet och ledningens förvaltning. Många bolagsstyrningsregler och debatter har information som ett centralt tema. Den viktigaste informationen är den finansiella informationen kring företagets verksamhet – men många andra rapporteringspunkter, såsom anställdas sjukfrånvaro, konsultinköp från revisorer, uppgifter kring styrelsearbetet, m.m. har aktualiserats. I bolagsstyrningsdebatten hörs ofta krav på s.k. transparens, dvs. öppenhet och offentlighet. Det finns en tro att offentlighet i sig kan stävja vissa av de tillkortakommanden som uppdagats i senare tids bolagsstyrning.

En teoribildning som försöker fördjupa förståelsen av problem kring informationsgivning och inhämtning är teorin om asymmetrisk information. Att informationen är asymmetrisk innebär att en part har tillgång till bättre information än en annan. Informationen är asymmetriskt distribuerad inom en viss population. Detta är fallet mellan t.ex. agenter och principaler, typiskt sätt har agenten direkt tillgång till informationen kring hur egendomen förvaltas och förräntas medan principalen endast får information i andra hand. I många fall är

⁷⁸ Se vidare nedan avsnitt 9.4.

informationen direkt tillskapad av den parten som är bäst informerad medan övriga parter bara har tillgång till sådan information som är filtrerad och återgiven av denna part. Med ledning av agentteorin finns misstanken att agenten har incitament till att inte släppa information som motsäger dennes bild och intressen i uppdraget.

Informationsasymmetriteorin utvecklades bl.a. av nobelprisvinnaren George Arthur Akerlof i sin artikel *The market for lemons* 1970,⁷⁹ där författaren diskuterar hur begagnade bilar prisbild påverkas negativt pga. att dåliga exemplar, "citroner", finns i omlopp vilket medför att köpare kräver rabatt även om ett specifikt exemplar har en hög kvalitet samt att säljare av bra exemplar inte vill omsätta sina bilar. En analogi med detta är att jämföra med misslyckanden inom bolagsstyrningen, såsom Skandia och Prosolvias, påverkar alla aktieköparens förtroende för aktier vilket ger aktiekurserna ett tryck nedåt samtidigt som företagsbyggare får svagare incitament att ta bolag till börsen.

Informationsasymmetri har även många beröringspunkter med s.k. marknadseffektivitet. En marknad, t.ex. aktiemarknaden, är effektiv när all information ögonblickligen finns uttryckt i priset på varan. Det finns ingen möjlighet att tjäna pengar genom s.k. arbitrage, dvs. att utnyttja prisskillnader genom informationsövertag. Det har visat sig att marknaden sällan uppfyller kraven på en sådan stark form av marknadseffektivitet. På aktiemarknaden finns bl.a. förbud mot handel med insiderinformation, vilket ska garantera att all prisrelevant information når aktiemarknaden samtidigt. Idealt ska informationen vara symmetriskt fördelad över intressentkollektivet.

Inom bolagsstyrningen är informationsasymmetrin ett grundläggande problem. Tillgång till tillförlitlig och aktuell information om företagen är en förutsättning för att överhuvudtaget kunna köpa eller sälja aktier, rösta på bolagsstämma eller på annat sätt försöka styra och kontrollera företagsledningen. Mycket av den finansiella informationsgivningen är offentlig enligt de grundläggande lagarna om bokföring och redovisning, vilka kompletteras med ett omfattande utomrättsligt och internationellt betingat regelverk. Det är alltså inte bara aktieägare och borgenärer med ett kapitalintresse i förhållande till företaget som kan få sådan information utan den är tillgänglig för envar, vilket gynnar alla intressenter.

Risken för att denna information förvanskas eller på annats sätt brister präglar på många sätt strukturen och regleringen av aktiebolag och bolagsstyrning. Aktiebolagsstrukturen innefattar ett granskande organ, revisorn, som ska granska företagets finansiella information och förvaltning i den omfattning som god revisorssed kräver. Det finns alltså en beredskap för informationsasymmetri inbyggd i själva aktiebolagsstrukturen. Denna garanti är dock inte tillräcklig. Intressentgruppen aktieägare har ytterligare rättigheter till information från företagsledningen i samband med bolagsstämman genom bl.a. ABL 7:32 och 7:36 samt 10:21. Informationen till aktiemarknaden präglas av förbud mot s.k. selektiv informationsgivning. Enligt huvudregeln rörande informationsgivning på börsen ska de noterade företagen informera om företaget och dess verksamhet. Det råder ett förbud mot att lämna kurspåverkande information på annat sätt än genom offentliggörande.⁸⁰ I vissa fall får dock information lämnas selektivt till utomstående utan att den samtidigt offentliggörs, t.ex. i samband med företagsbesiktning ("due diligence") i samband med uppköpserbjudande.

⁷⁹ Akerlof, George A., *The market for 'lemons', quality uncertainty and the market mechanism*, Quarterly journal of economics, 1970.

⁸⁰ Stockholmsbörsens noteringsavtal 2006-07-01 Bilaga 1 punkt 1.

Sammanfattning

- Uppfattningen av vad som är ett företag, företagsteorier, är avgörande för förståelsen och analysen av mekanismerna i bolagsstyrningen. Vattendelaren mellan ekonomiska och juridiska teorier om företaget går vid den juridiska personen.
 - Agentteorin utgår från att uppdragsrelationen mellan en principal och agent föranleder risker och kostnader eftersom vardera partens intressen kan antas skilja sig åt. De grundläggande kostnaderna för en agentrelation är övervakningskostnader, samordningskostnader och residuala förluster.
 - Intressentmodellen är en konceptuell modell över vilka relationer som existerar för ett företag samt vägar för eventuellt påverkan på bolagsstyrningen. Modellen innefattar alla tänkbara personkategorier vilka kan påverkas av ett företags verksamhet.
 - Agentteori och intressentmodellen kan i stort uppfattas som två motstående teoribildningar inom modern bolagsstyrning.
 - *Exit* (utträde) eller *voice* (röstning) är de två grundläggande valen för en intressent som inte är nöjd med hur företagsledningen förvaltar företaget.
 - Intressenterna är beroende av den information som företagsledningen tillhandahåller för att utvärdera och styra företaget. Bolagsstyrningen kompliceras av att informationen är ojämnt distribuerad mellan aktörerna, s.k. informationsasymmetri.
-

Kapitlet behandlar de teman som varit framträdande i den offentliga debatten om bolagsstyrning, bl.a. ersättning till företagsledningen, styrelsens arbetssätt och rekrytering, aktieägarnas passiva samt röstvärdesdifferens.

5. PRAKTIKENS PROBLEM OCH DEBATTFRÅGOR

5.1. Problem och misslyckanden

Utifrån den generella teoretiska bilden av bolagsstyrningens beståndsdelar och problem som presenterats i föregående kapitel kan ett antal frågor av praktiskt natur härledas. Här ska vi lyfta på förlåten till några av de frågor – ibland livligt, ibland sakligt – som diskuteras både i den offentliga debatten och i ordnade forum. Ofta har dessa frågor en direkt relevans för de olika aktörerna i svenskt näringsliv men ibland har debatten även varit av mer akademisk karaktär. Avsikten är inte att räkna upp ett fullständigt frågebatteri utan framförallt att ge en inblick i bolagsstyrningens praktiska betydelse.

Ett sätt att ordna frågeställningarna är att använda den indelning av bolagsstyrningens nivåer som skisserades i introduktionskapitlet. Följaktligen kretsar frågorna finns problemställningar på samhälls-, ägarnivå å ena sidan, på styrelse- och företagsnivå å andra sidan. Inledningsvis behandlas dock några generella drag om näringslivets problem och misslyckanden.

Förtroendskadliga företeelser

FK har i sitt betänkande angivit vilka förtroendskadliga företeelser som påverkat näringslivet och samhället under senare år. Enligt FK är några av de mest framträdande förtroendskadliga företeelserna följande:⁸¹

- Höga ersättningsnivåer och olämpligt konstruerade ersättningssystem för ledande befattningshavare.
- Felaktig eller missvisande ekonomisk information.
- Otillbörligt utnyttjande av informationsöverläge eller stark marknadsställning.
- Oklara roll- och ansvarsgränser.
- Svagt underbyggda strategier och dåliga affärsbeslut.

Mycket av diskussionen om bolagsstyrning har dominerats av olika s.k. skandaler eller affärer inom näringslivet. Ordet skandal är värdeladdat och lite vagt eftersom det snarast rör sig om ett medialt upphäussat problem eller felaktighet i ett företag utan att det för denna skull rör sig om något som organisatoriskt eller rättslig varken kan eller ska beivras.

⁸¹ Se SOU 2004:47.

Misstag och misslyckanden i affärsverksamhet har förkommit i alla tider och är snarast en av de inneboende faktorerna som driver affärs- och företagsutveckling framåt. Rädslan att misslyckas kan vara väl så stark som vilja att lyckas. I psykologiska sammanhang sägs girighet och rädsla vara de dominerande faktorerna som styr aktörerna på en marknad. Redan aktiebolagets femhundraåriga historia visade ju hur affärslivets utveckling och misslyckanden går hand i hand. Joseph Alois Schumpeter kallar denna nödvändiga förutsättning för affärsutveckling ”kreativ förstörelse”.⁸²

Utan att försöka förta allvaret i de händelser som beskrivs nedan ska ett par ord först sägas om skandalen eller misslyckandets logik. Misslyckandet är en etikett som fästs vid en viss händelse och skapas i samspel mellan människor, en social konstruktion.⁸³ Även om ett misslyckande kan vara ett tillkortakommande i förhållande till en inre måttstock hos människor eller organisationer är det normalt först när den kommer till andras kännedom som en händelse etiketteras som ett misslyckande. Att misslyckandet är en etikett betyder att den får sammanfatta en händelse efter det att den inträffat. Skandaler uppkommer när olika aktörer som inte varit involverade i händelse i efterhand bedömer denna. Det blir då naturligt att fråga sig vad en sådan etikettering kan användas till: varför får somligt bli misslyckanden och annat glömmas bort? Strannegård menar här att ett misslyckande är en stark sedelärande symbol som kan användas för att undvika upprepningar i framtiden. Etiketten misslyckande alltså är ett kontrollinstrument för att påverka mänskliga beteenden. Genom att skapa förändringstryck kommer misslyckanden att påverka företagsledare och anställda till att anstränga sig hårdare. Misslyckandet skapar ett förändringstryck. I en affärsmiljö där misslyckandet visat sig blir urval av ledare, riskanalys och förtroende allt viktigare faktorer.

Kopplat till detta är också att den upprättelse som ibland kan erhållas från inblandade parter och organisationer främst sker på ett symboliskt plan, genom en offentlig avbön (en s.k. pudel) eller en vitbok. De inblandade ”erkänner” att det funnits felaktigheter eller okunskap i deras handlande, men den ekonomiska ersättningen till de drabbade, i många fall småaktieägare, uteblir i många fall. Näringslivets framträdande personer har blivit allt skickligare på att hantera media och politiskt tryck. Ansvarstagande för skandalerna är underordnat eller ritualiserat. Det kvarstår dock ett komplicerat förhållande mellan ett uppdrag som handlar om ett stort mått av risktagande och att ställa personer till ansvar för att chansningarna gått fel.

Frågorna om bolagsstyrning aktualiseras framförallt i samband med olika s.k. affärer eller skandaler när olika felaktigheter uppdagas i företag och diskuteras i media. På senare tid har vi sett skandaler som innefattar bl.a. överdrivna ersättningsnivåer (ABB, Skandia), falsarier (Trustor, Prosolvia), bokföringsbrott (ABB), skattebrott (Skandia, Drax, Joy) och miljöförstöring (Vattenfall, Boliden). Även om debatten framförallt fokuserar på enskildheterna i sådana fall finns ofta de mer övergripande bolagsstyrningsfrågorna i bakgrunden. Även om det ibland inte rör rättsfrågor eller legalt sanktionerade förseelser är det i regel enskilda skandaler som utlöser reaktioner från normgivare och andra vilka leder till nyordning i bolagsstyrningen.

En fråga som ofta dyker upp i dessa sammanhang är förekomsten av mutor och bestickning i näringslivet. Enligt Institutet mot mutor är följande förmåner icke tillbörliga: penninggåvor i kontanter, irreguljära penninglån, eftergifter av köpeskilling, dolda inköpsrabatter, sidoleveranser av varor eller tjänster, förfogande över fordon, båt eller fritidsbostad för privat

⁸² Schumpeter, Joseph A, *Capitalism, socialism and democracy*, Harper & brothers, 1942.

⁸³ Strannegård, Lars, *Flipp eller flopp – om misslyckandets dynamik*, Raster förlag, 2003.

bruk samt betalda nöjesresor eller semestervistelser.⁸⁴ Denna debatt liknar i viss mån den som rör ersättningsproblemet såtillvida att det handlar om ekonomiska förmåner som företagsrepresentanter erhåller i kraft av sin position. Problemen med mutor är dock inte förbehållet personer i företagsledande ställning utan är kan vara relaterat till anställda i företag utan företagsledande befattning (t.ex. Gotlandslinjen). I ett globalt sammanhang kan fallet med FN:s Olja-mot-mat-program under säkerhetsrådets resolution 986 som inleddes 1995 där många av världens största företag var involverade i en muthärva med den dåvarande irakiska regimen (av de svenska företagen kan nämnas t.ex. Volvo, Scania, ABB och Atlas Copco). Det kan också röra sig om en s.k. mutkultur som genomsyrar delar av företaget (t.ex. Systembolaget där 25 procent av butikscheferna var misstänkta för mutbrott). Problemen har ofta sin orsak och lösning inom bolagsstyrningen, vilket särskilt kan skönjas i fallet med Systembolaget där företagsledningen under många år varit medvetna om missförhållandena.

Kartellverksamhet har på senare tid blivit mer uppmärksammat genom Konkurrensverkets s.k. gryningsräder mot misstänkta företag. Inom bl.a. bensinförsäljning (Statoil, OKQ8, Shell, Preem och Norsk Hydro) och asfaltsanläggningar (bl.a. Skanska, NCC, Peab och Vägverket) har omfattande konkurrenshämmande karteller avslöjats och fällts i domstol. Dessa skandaler är ofta av den digniteten att bolagsstyrningen och den faktiska maktbalansen mellan olika grupper med företagsledande ansvar måste ifrågasättas.

I resten av kapitlet ska några specifika teman i bolagsstyrningsdebatten behandlas.

5.2. Ersättning till ledande befattningshavare

Ersättning till företagsledningen, styrelseledamöter och andra ledande befattningshavare⁸⁵ har kommit att bli något av en symbolfråga i diskussionen om samhällets förtroende för näringslivet. Det är också en fråga som blev till en väckarklocka för att bolagsstyrningssystemet inte fungerat tillfredsställande, inte bara i Sverige utan även utomlands. Men framförallt har den moraliska indignationen nått kritiska höjder över bristen på proportion mellan vad toppskiktet av näringslivets chefer och vanliga förvärvsarbetare tjänar. Särskilt under finanskrisen, under 1990-talets första hälft, där företagsledningen räddades av s.k. fallskärmar, uppenbarades missförhållandena i ersättningssystemet. Vändpunkten i ersättningsfrågorna för svenskt vidkommande uppnåddes 2002 i samband med uppgifterna om att ABB:s dåvarande koncernchef Percy Barnevik och vice koncernchef Göran Lindahl hade kommit till åtnjutande av pensionsavtal värda 900 miljoner kronor respektive 500 miljoner. Delar av beloppen betalades tillbaks i uppgörelser mellan direktörerna och företaget. Ersättningar har länge varit en het politisk fråga – det nya är nu att de faktiskt kan bli så omfattande att de kan hota ett företags finansiella överlevnad i en vikande ekonomisk situation.

Ersättningsnivåerna kom tidigt att bli en belastning för näringslivet, dels på grund av den bristande insyn som gavs i grunderna för compensationen, dels på den svaga kopplingen mellan företagets resultat och företagsledningens ersättningar. Under de senaste årtiondena har olika former av incitamentsprogram använts i företag för att försöka överbrygga den intressekonflikt som finns mellan aktieägarna och företagsledning. Incitamentsprogrammen utformas i vissa fall som rörliga ersättningsvillkor, bl.a. kopplade till företagets resultat eller

⁸⁴ Institutet mot mutor (IMM), Vägledande etiska regler för kontakt- och relationsfrämjande förmåner i affärsverksamhet, Skrift nr 5, 4:e uppl., 2003, pkt 7.

⁸⁵ Med ledande befattningshavare förknippas varje medlem av ett börsnoterat företags förvaltnings-, lednings- eller tillsynsorgan, jfr Kommissionen, (2004/913/EG) *Främjandet av en lämplig ordning för ersättningen till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag*.

tillväxt (ibland kallade bonussystem). De mer omtalade incitamentsprogrammen har dock utgjorts av olika former av finansiella instrument, exempelvis aktier, konvertibla skuldebrev, teckningsoptioner, syntetiska optioner, och personaloptioner. Syftet är att skapa motivation för långsiktig utveckling av företaget, ofta tre år från tilldelning och framåt, som inte kan tillgodoses genom rörlig lön och bonussystem, vilket också ligger i aktieägarens intressen. Men som alla former av ersättningssystem hotar incitamentsprogram att snedvrider aktiviteterna på ett sätt som inte avsetts. Eftersom många system i någon mån är knutna till företagets finansiella rapportering uppkommer frestelsen att manipulera redovisningen på ett sådant sätt att incitamentsprogrammets mått förstärks, vilket i flertalet fall uppdagas.

Ersättningssystemen kan bestå av fyra delar: fast grundlön, rörlig lön och förmåner, pensionsförmåner samt avgångsvederlag.⁸⁶ Enligt Svenskt Näringslivs vägledning för ersättning till ledande befattningshavare bör den totala kostnaden för företaget kunna beräknas och redovisas för företagets ägare. Styrelsen ska även lämna information om kommande års ersättningspolicy. Därutöver ska även styrelsen göra en särskild bedömning av hur omvärlden kan uppfatta rimligheten i fastställda ersättningssystem.

Riksdagen införde nya regler i ABL med ikraftträdande 1 juli 2006 baserat på Kommissionens rekommendation beträffande ersättningar (2004/913/EG).⁸⁷ Enligt propositionen är syftet med de nya reglerna att stärka och tydliggöra ägarnas inflytande i ersättningsfrågor samt öka öppenheten och informationen om ersättningssystemen.⁸⁸ Reglerna ska skapa gynnsammare förutsättningar för en långsiktig, väl beredd och rimlig ersättningspolicy i företagen. Reglerna innebär i korthet att aktieägarna i aktiemarknadsbolag vid årsstämman, inte styrelsen, ska fatta beslut om riktlinjer för ersättningar till ledande befattningshavare (ABL 7:61). Vad gäller rörliga ersättningar ska informationen inkludera ”uppgift om ersättningens art och under vilka förutsättningar den skall lämnas eller kunna göras gällande samt uppgift om vad bolagets åtaganden gentemot de personer som omfattas sammanlagt kan beräknas kosta bolaget vid olika tänkbara utfall” (ABL 8:52). Information ska även lämnas beträffande huruvida föregående års riktlinjer följts.

Även bolagskoden som trädde ikraft 1 juli 2005 innehåller bestämmelser kring innehåll och beslutsordning rörande ersättningar till ledande befattningshavare. Enligt punkten 2.2.7 ska styrelse styrelseledamöter inte erhålla tilldelning i incitamentsprogram riktade till företagsledning eller anställda, men program kan riktas speciellt till ledamöterna. Enligt bolagskodens punkt 4.2.1 ska styrelsen inrätta ett ersättningsutskott med uppgift att bereda frågor. Styrelsen ska på årsstämman presentera principer för ersättning och andra anställningsvillkor för företagsledningen omfattande:⁸⁹

- förhållandet mellan fast och rörlig ersättning samt sambandet mellan prestation och ersättning,
- huvudsakliga villkor för bonus- och incitamentsprogram,
- huvudsakliga villkor för icke-monetära förmåner, pension, uppsägning och avgångsvederlag, samt

⁸⁶ Svenskt Näringsliv, *Vägledning avseende ersättning till VD och ledande befattningshavare*, 2004.

⁸⁷ I och med lagregleringen på området har NBK:s regler kring ledande befattningshavares förmåner upphört gälla.

⁸⁸ Prop. 2005/06:186 Ersättning till ledande befattningshavare i näringslivet s 1.

⁸⁹ Svensk kod för bolagsstyrning pkt 2.2.2.

- vilken krets av befattningshavare som omfattas.

Informationen kring ersättningar i företagen har således ökat väsentligt under senare tid som svar på de brister och orimligheter som uppdagats. Vissa menar dock att den ökande offentligheten kring ledande befattningshavares anställningsvillkor snarast ökar ersättningskraven och lönenivåerna i näringslivet eftersom befattningshavare får information om konkurrenten och argument inför sina löneförhandlingar.

I anslutning till ersättningsproblemet kan nämnas problemet att företagsledningen har möjlighet att använda företagsmedel till egen konsumtion som Jensen och Meckling beskriver. Andra mindre iögonfallande företeelser kan vara sponsring i linje med ledningens egna sportsliga och kulturella intressen eller överdådig representation. Ytterligare exempel på konsumtion av andras medel framträder bl.a. när man studerar vissa moment av Skandiahärvan. Det framkom att flera fall förekommit där företaget bekostat anskaffning och s.k. lyxrenovering av privata lägenheter på Strandvägen i Stockholm för direktörerna och deras familjer uppgående till en kostnad om 10 – 20 miljoner kronor, bl.a. har man på företagets bekostnad låtit flytta bärande väggar i hus från sekelskiftet. Just lägenhetsaffärer tycks vara en aldrig sinande källa till omdömeslöshet hos företag och intresseorganisationer.

5.3. Styrelsens arbete och organisation

En fråga som är av mer funktionsmässig natur i företagen är frågan om s.k. god styrelsesed. Hur lägger man upp styrelsearbetet så att detta fungerar på bästa sätt? Finns det någon allmän praxis eller ”god sed” i styrelsearbete? Bolagsstyrning tolkades tidigt som framförallt en fråga om de praktiska frågorna kring själva styrelsearbetet och styrelsens förhållande till övriga bolagsorgan. Eftersom styrelsen är den församling som aktieägarnas direkt väljer som sina representanter för att förvalta sitt insatta kapital har styrelsefrågorna kommit att bli bland de mest centrala frågorna i bolagsstyrningen. Men frågan om styrelsearbete är inte bara koncentrerad till själva styrelsearbetet utan sammanhänger med hur bolagets interna organisation ska kunna fungera. Det finns många delfrågor inom denna problemställning, varav flera presenteras i tabell 3 nedan.

Tabell 3: Olika frågor rörande styrelsen⁹⁰

1. Styrelsens roll, sammansättning och arvodering

- Styrelsearbete som en profession i sig med särskilda krav
- Styrelsens roll som företrädare för aktieägarintresset
- Balansen i styrelsen mellan "executives" och "non-executives", dvs. mellan heltidsanställda företagsledare och andra ledamöter
- Styrelsens självständighet i förhållande till företagets ledning, kreditgivare och andra intressenter
- Styrelsens storlek
- Formerna för nominering och val av styrelseledamöter
- Antalet styrelseuppdrag per person
- Styrelseledamöternas mandatperioder
- Arvodering av styrelseledamöterna

2. Styrelsens arbetsuppgifter och rollfördelningen mellan styrelsen och andra bolagsorgan

- Relationer, arbets- och ansvarsfördelning mellan styrelse och verkställande ledning
- Styrelsens roll i bestämmandet av ersättning till företagsledningen
- Styrelsens utvärdering av företagsledningens prestationer
- Relationer, arbetsfördelning och ansvarsfördelning styrelse - revisorer

3. Styrelsens interna arbetsformer

- Styrelseordförandens roll i ledningen av företaget och i styrelsearbetet
- Styrelsekommittéer som en metod att förstärka styrelsearbetet
- Arbetsordning för styrelsearbetet
- Styrelsens egen utvärdering av sina insatser

4. Styrelsens ansvar och utkrävandet av ansvar

- Ägarnas utvärdering av styrelseledamöternas insatser
- Styrelseledamöternas juridiska ansvar

Debattfrågorna rörande styrelsearbete handlade inledningsvis om styrelsens arbetsrutiner. I aktiebolagskommitténs betänkande SOU 1995:44 *Aktiebolagets organisation* föreslogs ökade krav på dokumentation kring styrelsens arbete, relationen till företagsledningen och den ekonomiska rapporteringen vilket sedermera upptogs i lagstiftning 1999. Storleken på styrelsen har också varit en viktig fråga samt antalet styrelseuppdrag en ledamot får inneha. Styrelserna har successivt minskat; att vara styrelseledamot ses inte längre enkom som ett hedersuppdrag utan ett ansvarsfull och krävande arbete. På börsnivå har flera personer 7 – 8 styrelseuppdrag, ofta i kombination med en vd-roll, vilket ofta kritiserats. Framväxten av s.k. styrelseproffs, dvs. personer som mer eller mindre uteslutande livnär sig på att vara styrelseledamöter i företag utan att ha en operativ anställning, kan bidra till att integriteten och specialistkompetensen ökar samtidigt som likformighet hotar. Under senare tid, bl.a. genom bolagskoden, har fokus inom debatten inom god styrelsesed kommit att skifta till frågor om styrelsens roll. Rollfördelningen mellan styrelse och övriga bolagsorgan, styrelseordförandens roll, utskott och valberedningens roll i förhållande till styrelsen samt bolagsstämmans funktionärer har blivit föremål för nya regler.

Regleringen har traditionell gett mycket vida ramar. Man vill inte låsa fast styrelserna med detaljerad uppräknings av styrelsernas arbetsuppgifter med hänsyn till att förhållande varierar mellan företag av olika storlek, olika branscher etc.⁹¹ Eftersom affärsverksamhet i stor utsträckning handlar om utveckla och förverkliga nya lösningar, lägliga aktiviteter och risktagande ska inte styrelse och företagsledning tvingas att arbeta efter ett och samma

⁹⁰ Hämtade från Öhrlings Coopers & Lybrand, Corporate governance forum, Stockholms fondbörs, *God styrelsesed – utveckling och problem*, 1998.

⁹¹ Se SOU 1995:44 *Aktiebolagets organisation*.

schema oavsett situationen. I angloamerikansk rätt finns den s.k. *business judgement rule* som innebär att domstolar inte ska avgöra vad som är ett bra eller dåligt affärsbeslut. Detta innebär att man inom god styrelsesed istället valt att arbeta med etikettsregler, dvs. riktlinjer för ledamöternas uppförande och interna förhållanden snarare än lagreglering av materiella frågor med hårda sanktioner.

Många inom näringslivet menar att ökad reglering av styrelsens arbete och organisation skadar företagen eftersom styrelsens tid alltmer går åt till "compliance" (normsäkring), dvs. frågor kring efterlevnaden av olika normer och regelverk. Kostnaderna i tid och resurser som ägnas åt normsäkring omformulerar i praktiken styrelsens arbetsbeskrivning och arbetsförutsättningar även om regelverk syftar till motsatsen.

5.4. Snedrekrytering till styrelser och ledning

En het debattfråga de senaste åren har varit snedrekrytering bland kontrollägare, styrelser och företagsledningar. Det är uppenbart att denna viktiga grupp av befattningshavare i samhällslivet lider av svag korrelation med samhällets demografiska och sociala sammansättning. I stor utsträckning är det svenska näringslivets toppnivå män från redan etablerade grupper i samhället och näringslivet. Bl.a. kvinnor och folk med utomeuropeisk bakgrund har påfallande sämre representation i ledningen av börsföretag.

Kompetenskraven på styrelserna är komplexa och föränderliga. Styrelsen ska vara både kontrollör och entreprenör, både tekniker och marknadsförare, både ekonom och normföljare. Behoven utvecklas med företagets verksamhet, aktieägarnas preferenser och omvärldens krav. En homogen styrelse är ofta mer beslutskraftig än en heterogen eftersom ledamöterna kan kommunicera väl med varandra och fatta snabba beslut.⁹² En homogen styrelse har dock nackdelen att den tenderar att begränsa inflödet av ny information som stör dess bild av verkligheten och möjlighet till att fatta beslut i konsensus. En heterogen styrelse har å sin sida ett bredare nätverk för att samla in information och kan dessutom anlägga flera olika perspektiv på informationen. En homogen styrelse är alltså beslutseffektiv och en heterogen informationseffektiv.

Situationen vad gäller kvinnlig representation i de ledande skikten av företagen har varit föremål för särskilt intresse. För några år sedan kunde antalet kvinnor i börsföretagens styrelser räknas i enskilda procenttal men sedan regeringen adresserat frågan vid upprepade tillfällen har andelen kvinnor i styrelserna ökat till knappt 20 %. Regeringen överväger att införa lagstiftning på området. Ensamutredaren af Sandeberg fick i uppdrag att undersöka hur en eventuell lagstiftning skulle kunna se ut. Lagförslaget⁹³ bygger på att åtminstone 40 procent av vardera könet ska finnas representerat i börsföretagens styrelser, cirka 300 företag. Företag som tillsatt en styrelse som inte uppfyller kraven på jämn könsfördelning ska påföras en särskild avgift om 150 000 kronor av Bolagsverket. Lagstiftningen föreslås träda ikraft i två etapper: den första för börsföretag 2008 och den andra som omfattar alla publika bolag (men denna förordas inte av utredaren) 2010. I Norge har lagstiftad s.k. kvotering av kvinnor till styrelser initierats 2004. Åsikterna går dock isär vad gäller det lämpliga i att lagstifta inom detta område. Näringslivet i stort har sett ställt sig högljutt kallsinnigt till kvotering av olika skäl, framförallt menar kritikerna att kompetensen bör vara avgörande för att nå toppositioner. Att rekrytera inkompetenta kvinnor är dock inte en del av lagförslaget. Det har också hörts positiva röster för kvotering där man menar att kvinnligt ledarskap har större möjlighet att balansera konflikterna inom bolagsstyrningen. Såväl konflikter som lösningar torde dock vara

⁹² T:son Söderström, Hans, Ägarmakt och omvandling, 2003

⁹³ Ds 2006:11 Könsfördelning i bolagsstyrelser.

av grundläggande och könsöverskridande natur, varför annan än just orättvisor med låg kvinnorepresentation inte torde påverkas. Det är dock osannolikt att lagstiftningen kommer att införas efter den borgliga valsegern hösten 2006.

5.5. Kontrollägarandet i näringslivet

En grundläggande omständighet som är viktig att ha i åtanke när man diskuterar bolagsstyrning är att många faktorer är betingade av den nationella ägarstrukturen. I bolagsstyrningssammanhang brukar världen delas in i två övergripande typer av ägarstrukturer: ett marknadsbaserat system med mycket spritt ägande och ett kontrollägarsystem med koncentrerat ägande. De båda strukturerna skiljer sig på väsentliga punkter men uppdelningen bygger på ett relativt stort mått av renodling vilket gör att de praktiska skillnaderna är mindre.

Tabell 4 Bolagsstyrningssstrukturer⁹⁴

	Marknadsbaserade system (USA/Storbritannien)	Kontrollägarsystem (Europa)
Ägande och kontroll	Spritt ägande	Kontrollägare
Minoritetsskydd	Starkt	Svagt
Styrelsen	Potentiellt oberoende	Nära kontrollägaren
Företagsledning	Stark, oberoende	Nära kontrollägaren
Bankrelationer	Armlängd, diversifierat, inget ägande	Nära, koncentrerat, möjligt ägande
Ledningens incitament	Centrala, starka	Mindre centrala, svagare
Kapitalstrukturen	Lägre skuldgrad	Högre skuldgrad
Kontrollmarknaden	Fientliga bud viktiga	Fientliga bud sällsynta

Sverige har efter kontinentaleuropeiskt mönster en historia av starka kontrollaktieägare som inte förändrats nämnvärt under de senaste etthundra åren, även om ägarna omvandlats eller bytts ut. Inte utan koppling här till är de största svenska företagen också verksamma inom branscher som är förankrade i våra traditionella basindustrier och i tekniska uppfinningar från förra sekelskiftet. Även om värdepappersmarknaden på senare år förmått attrahera även vanliga privatpersoner och även utländska institutionella ägare har den svenska ägarstrukturen bestått, framförallt genom utnyttjande av röstvärdesdifferensen och statlig skattemässig prioritering av stora företags behov.

I Sverige innehar de femtio största ägarna 43 procent av det totala börsvärdet om 3 302 miljarder kronor. Bland dessa ägare finns endast fem identifierbara privatpersoner, övriga är institutionella ägare och olika maktsfärer. Två av ägarna är stater, den svenska och den finska staten. De 19 institutionerna äger tillsammans cirka 21 procent av det totala börsvärdet (2002). I tabellen nedan återges de 10 största ägarna 2006.⁹⁵

Tabell 5: De tio största ägarna i Sverige⁹⁶

Ägare	2006		2005	
	SEK (mdr)	Ranking	SEK (mdr)	Ranking

⁹⁴ T:son Söderström s 32. Notera att denna framställning valt en annan terminologi.

⁹⁵ Fristedt, Daniel och Sundqvist, Carl-Ivan., *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag 2006*, SIS Ägarservice, 2006.

⁹⁶ Fristedt, Daniel och Sundqvist, Carl-Ivan., *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag 2006*.

Svenska staten	134	1	123	1
Robur fonder	96	2	74	2
Investor	84	3	65	4
Stefan Person m fam. & bolag	82	4	71	3
SHB/SPP fonder	67	5	45	7
Alecta	63	6	45	6
AMF pension	59	7	49	5
SEB fonder	55	8	41	8
Industrivärden	52	9	38	10
Nordea fonder	48	10	39	9

Avigsidan av stabiliteten i ägarstrukturen är dess tendens till inflexibilitet, ett näringsliv som i stor utsträckning återinvesterar sina vinster efter de sedan länge utstakade vägarna. Detta i en omvärld som alltmer frekvent bjuder på överraskningar i form av teknisk utveckling, ekonomisk turbulens, social, demografisk och politisk förändring. Den svenska ägarstrukturen är byggd för varaktiga relationer mellan ägare, företag och stat, men affärsverksamheten kräver omvärldsbevakning och snabb omställningsförmåga. Detta återkopplar till de viktiga skillnaderna mellan ursprunget för det angloamerikanska begreppet *corporate governance* och bolagsstyrningen för svenskt vidkommande. Problemet i *corporate governance* är i grunden att det inte finns starka kontrollerande aktieägare. I Sverige har vi tvärtom en historia av starka kontrollägare, även om deras ägarverkan inte varit särskilt synbar. Vi kan alltså konstatera att både närvaro och frånvaro av aktiva ägare ställer till problem – bolagsstyrningsproblem.

5.6. Den passiva aktieägaren

En av de grundläggande frågorna i bolagsstyrningen är att många aktieägare inte involverar sig i företagets skötsel, de förhåller sig passiva i styrningsfrågor. Den stora massan av aktieägare har bara små aktieposter och eftersträvar inget mer än att få finansiell avkastning i form av utdelning eller aktiekursökning kortsiktigt eller långsiktigt. För dessa intressenter är aktieinvesteringen ett sätt att förvalta kapital på ett på ett förhoppningsvis högavkastande sätt. Det finns därför inget verkligt intresse att sätta sig in i företagets verksamhet och sådant engagemang skulle troligen inte heller få ge lön för mödan. De flesta enskilda aktieägare äger en för liten andel för att i praktiken kunna påverka företaget även om de formellt får delta i bolagsstämmor med fulla aktieägarrättigheter. Av dessa skäl förhåller sig minoritetsaktieägarna passiva i de flesta av företagets ärenden.

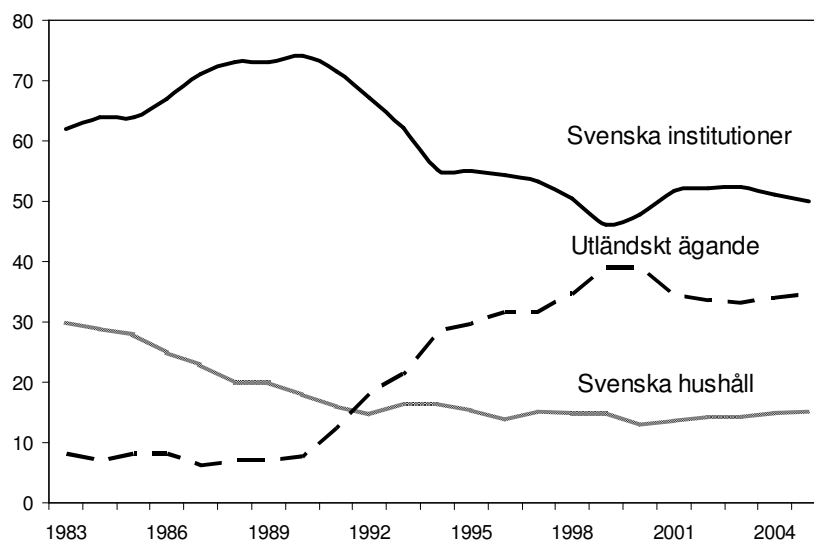
Även om dessa småaktieägare är till huvudtalet och kapitalinsatsen är i majoritet domineras företagen av normalt av ett litet antal aktieägare som innehar aktier ett stort antal röster. En minoritet som kallas majoritet (eller kontrollaktieägare) eftersom som man snarare ser till rösterna än till antal personer. ABL innehåller flera regler för att säkerställa att inte de mindre

aktieägarnas rättigheter träds förnär, de s.k. minoritetsskyddsreglerna. Dessa regler innehåller bl.a. beslutsregler, initiativ- och frågerätt vid bolagsstämma m.m.

Problemet med att de många små aktieägarna har ett begränsat inflytande och vilja till engagemang länder till eftertanke. Aktivitetsgraden hos aktieägare motverkas av möjligheten att andra intressenter intar rollen av fripassagerare (*free rider*). Aktieägare har möjligheten att åka snålskjuts på den värdeskapande och aktiva styrning som utövas av andra aktörer. Detta är ursprungligen en nationalekonomisk problemställning vilket innebär att i ett kollektiv av personer har de enskilda individerna få incitament att arbeta för att hela gruppen ska få det bättre. Ett exempel på fripassagerarproblemet är hanteringen av en kollektiv resurs, t.ex. en samfällighet, där alla som nyttjar resursen också ska betala sin andel – en individ som avstår från att betala men fortsätter nyttja samfälligheten ökar de andras kostnad per person eller minskar resurserna för förädling av samfälligheten; förtjänsten av att lägga ner kostnader i tid och pengar distribueras över hela kollektivet varför en individ inte får tillbaks hela sin insats. Förtjänsten av ett aktivt engagemang är helt enkelt för litet för en intresserad ägare eftersom flertalet inte är med och bär kostnaden.⁹⁷ Fripassagerarproblemet är dels ett kontrollproblem, dels ett beslutsproblem. Frågan hur kontrollen av aktieägarnas ekonomiska bidrag är inte intressant eftersom aktierna redan är betalda men frågan om hur besluten tas rörande företagets förvaltning är intressant för bolagsstyrningen.

*Individual shareholders usually do not seek to exercise governance rights but may be highly concerned about obtaining fair treatment from controlling shareholders and management.*⁹⁸

Figur 5 Ägarandelar för olika ägarkategorier som andel av börsvärdet⁹⁹



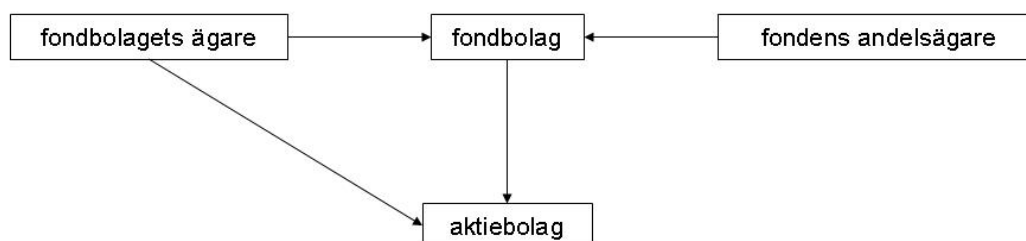
⁹⁷ Se vidare i Skogh, Göran och Lane, Jan-Erik, *Äganderätten i Sverige – en lärobok i rättsekonomi*, uppl. 2, 2000 samt Dahlman, Christian m.fl., *Rättsekonomi – en introduktion*, uppl. 2, Studentlitteratur 2, 2005.

⁹⁸ OECD Principles of corporate governance.

⁹⁹ Henreksen, Magnus och Jakobsson, Ulf, *Den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll vid skiljevägen*, Institutet för näringslivsforskning, under publicering av Expertgruppen för studier i samhällsekonomi (EES), Finansdepartementet, 2006.

Frågan kring aktieägarnas passivitet har fått ökad aktualitet med åren. Aktieägandet i Sverige har förändrats radikalt under de senaste 20 -30 åren. De svenska hushållen dominerade aktieägandet men har numera cirka 15 procent direktinvesterat i akter. Istället har det institutionella aktieägandet i Sverige och omvärlden ökat. Institutionella investerare är bl.a. pensionsfonder, livförsäkringsföretag, aktiefonder, investmentbolag m.m. Över 50 procent av ägandet i Sverige förvaltas av svenska institutioner.¹⁰⁰ Ett mycket begränsat fåtal av dessa intar dock rollen av aktiva kontrollägare i företag. Institutionerna har till uppgift att förvalta sparares kapital och ge så stor avkastning som möjligt. Sparmedlen förvaltas av tjänstemän som inte själva har ett engagemang i bolagen som avlönas genom vanliga anställningsvillkor. Institutionellt aktieägarande ger därför upphov till nya agentproblem eftersom ytterligare en nivå av mellanhänder träder in mellan kapitalägaren och företaget som sysselsätter kapitalet samt att fondbolagen ska tjäna två principaler, både kapitalägarna och de formella ägarna.

Figur 6 Fondbolaget – en intressentmodell¹⁰¹



Investeringsfonder har tidigare både varit rättslig förhindrade och också själva ansett sig förhindrade att aktivt delta i bolagsstyrningen. Fonderna har varit förvägrade att ta för stora andelar av ett eftersom det varit förbjudet i lag eller inte uttolkat sitt förvaltningsmandat på detta sätt. LIF¹⁰² stadgar att ett fondbolag inte får utöva ett väsentligt inflytande över företag (LIF 5:20). Tidigare har begränsningsregeln varit 5 %. I de allmänna pensionsfonderna är ägande begränsningarna 10 – 30 procent beroende på typen av företag. Fondbolagen ska vara aktiebolag vilket medför att de måste sätta vinstintresset hos principalen i förgrunden, dock med de begränsningar som finns i fondlagen. Enligt Pålsson accentuerar fonderna agentproblematiken:¹⁰³

...när en enskild placerare ersätter en aktieportfölj med fondandelar, övergår den formella kontrollrätten från företagets egentliga ägare (andelsägaren) till fondbolaget, som inte förfogar över något kapital. Kapitalrisken har därmed separerats från kontroll- och övervakningsfunktionen och andelsägarnas innehav får närmast karaktären av rösträttslösa aktier. Hela den bärande idén bakom utformningen av aktiekontraktet med dess fördelning av rättigheter har därmed förvanskats.

Passiviteten har föranlett kritik eftersom den inneburit att en central ägarkategori inte tagit något ägaransvar. Situationen har successivt förändrats i och med den allt livligare

¹⁰⁰ Henrekson, Magnus och Jakobson, Ulf, *Ägarpolitik och ägarstruktur i efterkrigstidens Sverige*, i Jonung, Lars (red.), *Vem skall äga Sverige?*, SNS förlag, 2002.

¹⁰¹ Pålsson, Anne-Marie, *Fondbolagen – de ovilliga och olämpliga ägarna*, i Jonung, Lars (red.), *Vem skall äga Sverige?*, SNS förlag, 2002.

¹⁰² Lag (2004:46) om investeringsfonder.

¹⁰³ Pålsson (delvis kursiverad i original).

bolagsstyrningsdebatten. I samma anda som kaliforniska CalPERS har nu de flesta svenska institutionella ägare bl.a. antagit s.k. ägarpolicyer och aktiverat sig på bolagsstämmor och i debatten. Ett engagemang som enligt vissa företagsledare varit väl opportunt men i ändå ökat pressen på att företagsledningarna måste anlägga aktieägarnas perspektiv. De institutionella investerarna har enligt vissa varit mer känsliga för den allmänna debatten, gällande exempelvis ersättningsproblemet, än de traditionella kontrollaktieägarna. Institutionerna har ofta svårigheter att uttolka sina sparares vilja, vilket gör att de blir påverkade av den allmänna debatten. Fonderna har inte heller haft tillräckligt med resurser för att delta i företagens bolagsstyrning som aktiva ägare.

Aktieägarna som kollektiv har inte haft någon representant utan har i fall efter fall tvingats titta på när företagsledningar och majoritetsaktieägare gör transaktioner som inte gagnar alla aktieägare utan bara de större. En rörelse som adresserat detta problem på ett framgångsrikt sätt är Sverige Aktiesparares Riksförbund (Aktiespararna), vilka verkar för en god miljö för enskilt aktieäggande. Tidigare har man sökt direkt inflytande genom att utse styrelseledamöter men nu arbetar man framförallt genom deltagande i bolagsstämmor samt opinionsbildning.

5.7. Röstvärdesdifferenser

En livskraftig debatt på Europnivå är röstvärdesdifferensens varande eller icke varande. Aktier med olika röstvärden tillåts i Sverige med skillnader på upp till 1:10 enligt ABL 4:10 men genom övergångsregler har skillnader på 1:1000 förekommit i börsföretag till helt nyligen. Röstvärdesdifferentiering är det i särklass vanligast instrumentet för att skapa kontrolläggande i Sverige. Definierat som röstvärdesskillnader har Sverige och Nederländerna den sämsta aktieäggardemokratin i Europa. Även om det är tillåtet med differentiering i USA och Storbritannien är det ovanligt i börsföretag.

Flera av de utredningar och regelverk inom bolagsstyrningen understryker istället vikten av proportionalitet mellan kapitalinsats och inflytande: att en aktie ska betinga en röst så att den har inflytande som står den största finansiella risken. Röstvärdesdifferens har varit föremål för diskussioner om eventuellt förbud på Europnivå, senast i samband med 2003 års överenskommelse om direktiv för uppköpserbjudande, eftersom det begränsar gränsöverskridande företagsförvärv. I Kommissionens handlingsplan för bolagsstyrning ska man föranstalta en studie om konsekvenserna av att införa ”full aktieäggardemokrati” (en aktie – en röst) på medellång sikt, 2006 – 2008.¹⁰⁴ Det svenska ägaretablissemanget, med regeringens goda minne och handräckning, har drivit en hitintills framgångsrik lobbykampanj för att stoppa en sådan regel. Många bedömare menar dock att den svenska linjen är ohållbar på sikt eftersom tongivande medlemsstater inom EU är mot röstvärdesdifferenser, men utvecklingen går långsamt till följd av olikheter mellan länderna. Den internationella finansmarknaden har inte varit lika försonlig. På grund av tryck utifrån och inifrån tvingades huvudägarna i Ericsson hösten 2004 rensa ut resterna av den gamla möjligheten till 1:1 000 röstvärdesskillnad.

5.8. Staten som kontrolläggare

Staten är Sveriges största kontrolläggare av företag, med ett innehav i företag som 2005 uppgick till ett värde om cirka 675 miljarder kronor och 190 000 anställda.¹⁰⁵ Staten har under

¹⁰⁴ KOM (2003) 284, *Meddelande från Kommissionen till Rådet och Europaparlamentet, Modernare bolagsrätt och effektivare företagsstyrning i den Europeiska unionen - handlingsplan.*

¹⁰⁵ Regeringskansliet, *Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2005.*

senare tid både bolagiserat tidigare statliga affärsverk och även i begränsad utsträckning spritt ägandet genom börsnoteringar, s.k. privatisering. Exempel på bolagiseringar är SJ, Posten, Vattenfall och Telia. Statliga företag har även helt eller delvis privatiseras, den största privatiseringen under senare tid är börsintroduktionen och utförsäljningen av 30 % av Telia 2000. Ambitionen med att privatisera företag är framförallt:¹⁰⁶

- skapa ägarlösningar som stärker de enskilda företagen och ökar konkurrenskraften,
- åstadkomma en klar rollfördelning mellan stat och näringsliv,
- åstadkomma en spridning av ägandet genom att stimulera enskilda medborgare att spara i företag.

Motsatsen till privatisering är en nationalisering, ett förstatligande, vilket är ovanligt i Sverige, men som skett historisk, bl.a. LKAB 1907.

Det statliga företagandet är en stående fråga i politiska sammanhang. De statliga företagen representerar ett väsentligt värde som potentiellt kan tillföras statskassan samtidigt som de genererar ett positivt kassaflöde utanför de egentliga statsfinanserna. De statliga monopolen inom t.ex. spel, medicinförsäljning och alkoholförsäljning är intressanta marknader för konkurrerande företag. Det ifrågasätts även på många håll varför helägda statliga företag som exempelvis Vattenfall och Vin & Sprit ska ha möjlighet att köpa utländska företag med ifrågasatta affärsprinciper som har skadlig inverkan på naturmiljön och världshälsan.

Staten har också visat sig alltmer intresserad av bolagsstyrningsfrågor. Inom Näringsdepartementet, dit de flesta av statens innehav organisatoriskt tillhör, har en ”ägarenhet” bildats med ansvar för förvaltningen av statens innehav. Ägarenheten förvaltar större delen av statens 44 helägda och 14 delägda företag eller affärsverk. Som stor företagsägare och även i övrigt en maktfaktor har staten betydande möjligheter att verka som ledstjärna på bolagsstyrningsskymmen, både genom sitt sätt att organisera sin förvaltning och principerna de följer. Statens innehav har dock delvis annorlunda problem än privat ägande eftersom staten i flera fall måste ta andra hänsyn än vinstintresset. Man delar in företagen i två kategorier: företag som verkar under marknadsmässiga villkor där staten ställer krav på avkastning och finansiella balans (m-företag; denna kategori utgörs av 44 företag som står för drygt 70 procent av omsättningen) och företag som har särskilda samhällsintressen där staten på ett direkt sätt styr verksamheten (s-företag). Statliga företagen under marknadsmässiga villkor har dock i flera fall agerat som branschutvecklare och ökat konkurrenstryck, t.ex. bolåneföretaget SBAB. Statens förvaltning har tidigare ansetts underbemannad när det gäller resurser att utöva en aktiv ägarroll på samma sätt som en marknadsaktör.

5.9. Andra problemställningar i bolagsstyrningsdebatten

De ovan presenterade problemen är ändå bara några av de frågor som väckts i samband med debatten om bolagsstyrning. Nedan visas ytterligare några mer generella diskussionspunkter som brukar förknippas med bolagsstyrning och har vissa samband med de redan presenterade problemställningarna.

Företagens samhällsansvar

¹⁰⁶ Riksrevisionsverket, RRV 1994:7, *Bolagisering, privatisering eller fortsatt myndighetsdrift? En introduktion till olika frågor om huvudmannaskap och driftsformer för statlig affärsverksamhet*, 1994.

En fråga som framförallt debatteras under den bredare bolagsstyrningskappan är frågan om företagen ska avkrävas ett ansvar som samhällsmedborgare. Ska företag värna om mänskliga rättigheter och naturmiljön? Har företag en skyldighet att medverka till att stävja konflikter mellan folk? Ska man ta sälja krigsmaterial till länder involverade i väpnade konflikter? Hur ska läkemedelsföretag engagera sig i hälsokatastrofer där deras mediciner kan ha en avgörande verkan? Frågeställningen ingår inte i den smalare definition av bolagsstyrning som är utgångspunkt här, men att frågan är på näringslivets agenda är tydligt.¹⁰⁷

Förtroendeproblemet.

Vad som närmast kan beskrivas som en metadebatt från vårt perspektiv är diskussionen om förtroendet för näringslivet. De iakttagna tillkortakommandena i samband med konjunkturnedgången 2000 har tolkats, av bl.a. Förtroendekommissionen, som att samhällsmedborgarna tappat förtroende för näringslivet i stort. Detta är nu ett långt mer vidsträckt samhällsproblem där i stort sett samtliga samhälliga institutioner och makthavare – polis, press, banker, regering, politiker – tappar i de förtroendemätningar som görs.¹⁰⁸

Men konsekvenserna av fenomenet kan vara nog så praktiskt kännbara för företagen och det finansiella systemet. Förtroendeproblemet påverkar placerarnas riskattityd vilket ökar avkastningskraven på företagen och fördyrar deras finansiering. För att minska riskaversionen behöver nya system och instanser inrättas vilka ökar övervakningskostnaderna och kanske även minska marknadseffektivitet. Inverkan på samhällsekonomin är i bästa fall konstant, men det är svårt att uppskatta förtroendeförlusternas kostnad och jämföra dem med den aningen mer tydliga kostnaderna för nya regelverk.

Maktproblemet.

En viktig aspekt av debatten om bolagsstyrning är att den lyfter fram företagen som maktcentra. Bolagsstyrning i bred bemärkelse är en fråga om makt. Företagen är inte längre neutrala produktionsenheter som med en osynlig hand inordnats i den samhälliga logiken. Företagsaktiviteter och ägarkapital blottläggs nu som en viktig resursfördelande faktor i samhället, en politisk maktfaktor. Både i Sverige och vår omvärld sätter företagsledare press på politiker genom ultimativa uttalanden och viceversa. En politisk maktfaktor behöver hanteras som en sådan i det politiska systemet om de demokratiska värdena ska upprätthållas. Ett mångtydigt valspråk som familjen Wallenberg blivit kända för lyder *esse non vidiri* (vara, inte synas) vilket många i ägarkretsar tycks föredra. Det kan dock ifrågasättas om det på någon som helst samhällsnivå ska vara möjligt att verka utan att synas.

Sammanfattning

- En mängd praktiska problem och frågeställningar bildar tematiken bakom intresset för bolagsstyrning.

¹⁰⁷ Se bl.a. Bingel, Eva och Sjöberg, Clas, *From defensive to proactive – companies and sustainable growth*, Svenskt Näringsliv 2003 samt Amnesty International och SNS förlag, *Mänskliga rättigheter – företagens ansvar?*, 2001.

¹⁰⁸ Jfr SOM-institutet (samhälle opinion media), Förtroende för näringslivet, Bilaga 4, i Förtroendekommissionen, SOU 2004:47 Näringslivet och förtroendet.

- Företagsskandaler av olika slag uppmärksammas i stor utsträckning och kan röra sig om rena brott (mutor, bedrägerier) till tvivelaktig affärsmoral. (kreativ redovisning, investeringsbias).
 - Ersättningen till personer i företagsledande position – i form av fallskärmsavtal, incitamentsprogram, optioner, bonussystem – är i mycket en nyckelfråga för de utredningar och debatter om bolagsstyrning som förts de senaste 10 åren.
 - Praktikens bolagsstyrningsfrågor handlar dock vanligtvis om styrelsens organisation, arbetssätt, roller och ansvar. Reglering av styrelsefrågorna ses som lösningen till många problem inom bolagsstyrningen.
 - Ytterligare en övergripande fråga är passiviteten hos många aktieägare, särskilt institutionerna. Det är för få aktieägare som aktivt deltar i "ägararbetet" och i stället åker snålskjuts på de kontrollaktieägare som bemödar sig med detta.
 - En fråga som också ligger långt fram på dagordningen är snedrekryteringen. Ägare, styrelseledamöter och företagsledare är en mycket homogen grupp. Den kvinnliga styrelserepresentationen är alltför låg enligt regeringens jämställdhetsminister.
 - En traditionellt viktig fråga för svenska kontrollägare har varit möjligheten att emittera aktier med olika röstvärde. Genom detta instrument har ägandet i näringslivet behållits på ett fåtal händer och konkurrens utifrån avvärjts.
-

DEL 2 BOLAGSSTYRNINGENS REGELVERK

Kap. 6	Aktiebolagslagen
Kap. 7	Bolagskoden
Kap. 8	Andra normer som påverkar bolagsstyrning
Kap. 9	Internationella normer och utredningar

Bolagsstyrning regleras av normer på olika nivåer. Aktiebolagslagen är det viktigaste regelverket som i lag lägger grunden för styrning och kontroll av företag. Bland annat bolagsorganen och deras funktioner samt aktierättigheter regleras av aktiebolagslagen. Bolagsstyrningen präglas dock i mycket av självreglering, bl.a. genom den nya bolagskoden och börsrättsliga normer. Bolagskoden ska företag av viss storlek följa eller, om detta inte möjligt, att förklara avvikelser från reglerna. Även om dessa två regelverk är de mest tongivande för bolagsstyrningen finns många andra regler som inverkar, bl.a. skatterätt, straffrätt samt redovisnings- och revisionsrätt. Bolagsstyrningen har inte bara en nationell bas utan flera internationella regelverk påverkar som tvång eller inspiration. Bl.a. EU:s olika initiativ, OECD:s bolagskod och USA:s Sarbanes-Oxley Act har haft avgörande inflytande på svensk bolagsstyrning.

Traditionellt har bolagsstyrningen varit en fråga som mer eller mindre exklusivt reglerats av aktiebolagslagen. Lagen lägger grunden till det interna bolagsstyrningssystemet, bolagsorganen, aktieägarnas rättigheter, styrdokument m.m.

6. AKTIEBOLAGSLAGEN

6.1. Introduktion till reglerna i bolagsstyrningen

Den näst viktigaste reaktionen från näringsliv och samhälle på företagens tillkortakommanden i bl.a. bolagsstyrningsfrågor är att omforma och tillskapa normsystem för att reglera företagets och intressegruppernas aktiviteter. Den viktigaste reaktionen måste nog vara probleminsikten, som vi diskuterat avdelningen.

Eftersom bolagsstyrning inte är ett särskilt skarpt avgränsat område kan den juridiska analysen inte begränsas till att t.ex. endast avse associationsrätten. Det är inte bara heller förmögenhetsrätten som berörs utan även bl.a. regler inom straffrätt och skatterätt. Avdelningen är en kort orientering om olika normer och normgivares relation till bolagsstyrningen. Vissa centrala regelverk – läs aktiebolagslagen och bolagskoden – får en utförligare beskrivning och analys medan andra delar av normgivningen endast berörs eller förbigås helt.

Reglerna kring bolagsstyrning uppvisar förutom mångfalden i antalet regelverk också en stor variationsrikedom i sätten att reglera. Lagstiftningen är den grundläggande normgivningsformen men påverkar i många fall bara indirekt bolagsstyrningsfrågorna. Det givna undantaget är ABL som måste anses som det viktigaste regelverket för bolagsstyrningen. Den utomrättsliga normgivningen är dock betydelsefull för bolagsstyrningsfrågor och tar i flera fall direkt sikte på de praktiska frågeställningar som uppdragats inom debatten om bolagsstyrning. Framförallt den nya bolagskoden kan väntas få en dominerande roll för bolagsstyrningen. Bolagskoden är en udda form av samreglering som tagits fram och förvaltas gemensamt av staten och näringslivet. Det finns även olika typer av regler som avtalsvägen binder parterna, t.ex. Stockholmsbörsens noteringsavtal. I sista hand har vi ensidiga utfästelser från ägare och institut, t.ex. i form av s.k. ägarpolicyer. Därutöver har många företag olika riktlinjer, uppföranderegler och instruktioner på operativ nivå.

6.2. Om aktiebolagslagen

Den grundläggande lagen inom bolagsstyrningen är aktiebolagslagen (ABL). ABL har genomgått ett mycket omfattande revisionsarbete sedan början av 1990-talet, i syfte att dels anpassa den till EG-rättsliga direktiv, dels modernisera lagen. Även viktiga nyheter har introducerats av aktiebolagskommittén som arbetat med översynen av ABL. Den 1 januari 2006 trädde den nya aktiebolagslagen ikraft och ersätter den lagstiftning som funnits sedan 1975.

ABL har aldrig varit en statisk reglering utan den har reformerats i flera steg under de senaste hundra åren, inte minst med avseende på styrning och kontroll i företagen. ABL in extenso är betydelsefull för bolagsstyrningen, men de viktigaste reglerna i ABL ur bolagsstyrningsperspektiv är bolagsorganens funktioner och arbetssätt samt reglerna om skadeståndsansvar. En förändring med sikte på bolagsstyrning var t.ex. de nya verktygen för styrelsens arbete och ansvar infördes 1999. Den övergripande principen för det nya aktiebolagsbygget uttalades i betänkandet SOU 1995:44 Aktiebolagets organisation:¹⁰⁹

Aktiebolagslagen bör främja en fortlöpande och snabb anpassning av företagens organisation och verksamhet till förändringar i omvärlden. Det är en förutsättning för ett effektivt utnyttjande av näringslivets resurser. I det sammanhanget framhåller kommittén betydelsen av en aktiv ägarfunktion i företagen. Aktiebolagslagen måste garantera ägarna den yttersta beslutanderätten i bolaget och möjliggöra förändring i ägarstrukturerna. Aktiebolagslagen bör vidare skapa förutsättningar för ägarna att hävda sina intressen i förhållande till bolagets ledningsorgan.

Sett i relation till bolagsstyrningens definitioner och företagsteorierna som diskuterats ovan är denna bestämning av aktiebolagsteknikens syfte ett tydligt vägval. Aktiebolagskommittén sätter aktieägaren i första rummet, vilket överensstämmer med tidsandan under vilken lagen utformades. Den aktiva ägarfunktionen är basen för nya ABL. Funktionen innehåller två moment. För det första, en rätt och möjlighet att förändra strukturen i företaget så att det kan möta olika omvärldsförändringar. För det andra, en rätt att utöva inflytande över bolagsorganen. Inriktningen mot en aktiv ägarfunktion och aktiebolaget som en anpassningsbar infrastruktur som ersätter behovet av kontrakt mellan parterna följer den ledande rättsekonomiska teoribildningen uttryckt bl.a. av Macey samt Easterbrook och Fischel.¹¹⁰ Men den antyder också en nyorientering i förhållande till den tidigare synen på aktiebolagslagen som en skyddslagstiftning till gagn för borgenärer och minoritetsaktieägare. Aktiebolagets flexibilitet framhålls som ett önskvärt tillstånd, en ordning som ska kunna konkurrera med avtalsinstrumentet som organisationsform.¹¹¹ Detta är även en modell som rönt framgång i USA:s stater, där bland annat den flexibla aktiebolagslagstiftningen i delstaten Delaware utkonkurrerat andra modeller. Även om detta ligger i linje med rådande uppfattningar och finansiella modeller om "aktieägarvärde" (*shareholder value*), dvs. att företagen i högre utsträckning ska leverera värde till aktieägarna i form av kursökning och utdelning, finns problem. Mer flexibla strukturer underlättar inte i sig analysen och jämförelsen av företag. Den ensidiga fokuseringen på en intressegrupp och dess kortsiktiga finansiella intressen kan försämma beredskapen inför aktiebolagsteknikens framtida utmaningar i form av aktieägardemokrati, samhällsansvar och hållbar affärsutveckling.

Detta kapitel ska lyfta fram i huvudsak fyra olika perspektiv på aktiebolagslagen som är relevanta i bolagsstyrningssammanhang. För det första diskuteras lagen utifrån dess nuvarande regleringsmodell. För det andra de s.k. bolagsorganen, dvs. de funktionella enheter som bygger upp den besluts- och kontrollhierarki som aktiebolaget vilar på. För det tredje diskuteras de aktiebolagsrättsliga dokument som kan innehålla kompletterande regler och instruktioner vilka påverkar bolagsstyrningen i bolaget. För det fjärde diskuteras aktieägarens

¹⁰⁹ SOU 1995:44 s 11.

¹¹⁰ Macey, Jonathan R, *Svensk aktiebolagsrätt i omvandling*, SNS förlag, 1993. Easterbrook, Frank H, och Fischel, Daniel R, *The economic structure of corporate law*, Harvard university press, 1991.

¹¹¹ Jfr Grönfors, Kurt, *Avtal och association*, 1997.

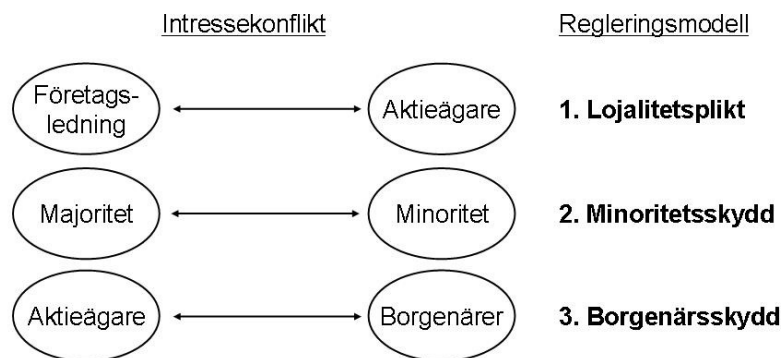
rättigheter i förhållande till bolaget. Dessa fyra delar former enligt mitt förmenande kärnan i den aktiebolagsrättsliga strukturen för bolagsstyrning.¹¹²

De tre delarna är inte kompletta utan att beakta regleringen av aktiebolagets kapital. Här har vi bl.a. regler om emissioner av olika typer av värdepapper för att tillföra kapital och regler om värdeöverföringar från bolaget. Det finns inte några vattentäta skott mellan aktiebolagets bolagsstyrningsstruktur och aktiebolagets kapitalstruktur. Kapitalflödet in och ut ur bolaget är också ett verksamt medel för bolagsstyrning, att låta företagsledningen förfoga över mer eller mindre medel påverkar i högsta grad deras fögderi. Aktiebolaget är i första rummet en teknik för att samla riskvilligt kapital, i andra rummet en organisationsform för att värna detta kapital. Med hänvisning till den inledningsvis konstaterade avgränsningen gentemot företagets finansiering kommer kapitalstrukturens logik och former dock lämnas därhän.

6.3. Aktiebolagets intressekonflikter och regleringsmodeller

I Bergström och Samuelsson bok *Aktiebolagets grundproblem*¹¹³ anges tre underliggande problemställningar som så att säga är inbyggda i aktiebolagskonstruktionen. Grundproblemen är olika typer av intressekonflikter, vilka aktiebolagslagen försöker lindra eller hitta former för att lösa genom olika regleringsmodeller. De tre problemställningarna är intressekonflikterna mellan företagsledning och ägare, mellan majoritetsaktieägare och minoritetsaktieägare samt mellan aktieägare och borgenärer. Såsom ovan nämnts är det grundläggande problemet som bolagsstyrningen arbetar med alltså att olika intressen står emot varandra och att dessa intressen har skilda rättigheter gentemot bolaget.

Figur 7 Aktiebolagsrättens intressekonflikter och regleringsmodeller¹¹⁴



Företagsledningen (i detta sammanhang både styrelse och verkställande direktör samt dennes ledningsgrupp) har en omfattande makt över företagets verksamhet och egendom. Makten kringgärdas dock av regler för att se till att företagsledningen är lojal mot företagets aktieägare, borgenärer och övriga intressenter. Lojalitetspliktens funktion är att hindra

¹¹² Det följande är således inte någon heltäckande redogörelse för aktiebolagslagen utan snarast en orientering om lagens grundläggande bolagsstyrningsinnehåll. Därtill rekommenderas t.ex. af Sandeberg, Catarina, *Aktiebolagsrätten*, Studentlitteratur, 2006.

¹¹³ Bergström, Clas och Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem – en rättsekonomisk analys*, Nerenius & Santérus förlag, 1997.

¹¹⁴ Bergström och Samuelsson, op. cit.

företagsledningen att missbruka sitt direkta inflytande över företaget. Reglerna finns på flera ställen i ABL. En första viktig plattform för företagsledningens lojalitet är de regler som visar den generella riktningen för företaget, bl.a. vinstsyftet och verksamhetsföremålet. Att företagsledningen måste söka skapa vinst genom företags verksamhet framgå indirekt av ABL 3:3: "Om bolagets verksamhet helt eller delvis skall ha ett annat syfte än att ge vinst till fördelning mellan aktieägarna, skall detta anges i bolagsordningen". Företags verksamhetsföremål ska också vara bestämt "till sin art" i bolagsordningen (ABL 3:1 3 pkt). Dessa generella principer innehåller dock ett stort spelrum för företagsledningen. Det ska till flagranta överträdelser i väsentliga affärstransaktioner för att restriktionerna ska få praktisk betydelse. Viktigare regler är jävsbestämmelserna för styrelse och verkställande direktör. ABL 8:23 och 8:34 stadgas att företagsledningen inte får handlägga frågor om avtal eller talan som rör relationerna mellan företaget och företagsledningen, tredje person eller juridisk person om företagsledningen har ett väsentlig intresse som kan strida mot företags eller äger företräda den juridiska personen. I dessa situationer är företagsledningen jävig och kan bli skadeståndsskyldig gentemot företaget. I detta ligger bl.a. att företagsledningen inte kan handlägga frågor kring sin egen ersättning. Företagsledningen har positionen av en syssloman enligt 18:e kapitlet handelsbalken. Detta innebär att företagsledningen har en generell lojalitetsplikt gentemot sina principaler, i vilken ingår bl.a. omsorg och tystnadsplikt.

Till viss del är minoritetsskyddet uppbyggt efter samma mönster som företagsledningens lojalitetsplikt. De grundläggande reglerna som redovisades ovan är även till minoritetens fördel. Den som äger majoriteten av rösterna i ett företag måste följa ABL och bolagsordningen. Det finns krav på att majoriteten ska vara kvalificerad (två tredjedelar) för att rubba aktiebolagets grundläggande regler om vinstintresse och verksamhetsföremål eller på annat sätt tillskansa sig ytterligare makt genom att förändra bolagsordningen (ABL 7:42). Ytterligare restriktioner för majoritetsaktieägarens uppträdande finns i de generella aktiebolagsrättsliga principerna, likhetsprincipen och generalklausulen. Principerna är grundläggande för aktiebolagsrätten och ska värna om att ett aktieköp kan ske enkelt utan en ingående undersökning av vad köpobjektet egentligen består i. Likhetsprincipen säger att alla aktier ska ha samma rättigheter (och skyldigheter) i förhållande till företaget (ABL 4:1).¹¹⁵ Aktieägaren skyddas från att andra aktieägare erhåller fördelar som inte distribueras lika över hela aktieägarkollektivet, men regeln innefattar en ventil för majoriteten. För att göra avsteg från likhetsprincipen krävs dock i regel förändring av bolagsordningen, bl.a. i fallet röstvärdesdifferentiering. Då fordras emellertid en särskilt kvalificerad majoritet (som mest nio tiondelar) vid beslutsfattandet på bolagsstämman (ABL 7:43 – 45). Generalklausulen är en bestämmelse som binder både bolagsstämman och företagsledningen. Den återfinns i ABL 7:47 och 8:41. Generalklausulen är riktad även mot att utomstående gynnas på bekostnad av företaget, inte bara en annan aktieägare som i fallet med likhetsprincipen. Klausulen innebär att bolagsorganen inte får fatta beslut som är ägnade att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller annan till nackdel för företaget.

Med minoritetsskyddet förknippas även ett nätverk av regler som gynnar de små och få aktieägarna. Många av reglerna är inriktade mot extra information. En enskild aktieägare har s.k. initiativrätt vid bolagsstämman och kan få ett ärende behandlat genom en skriftlig begäran hos styrelsen (ABL 7:14). En enskild aktieägare har även rätt att få svar på frågor om företaget på bolagsstämman från företagsledningen (ABL 7:32 – 35). En minoritet om en tiondel av aktieägarna kan besluta om att tillsätta en särskild granskare som kan undersöka företags förvaltning och räkenskaper eller vissa aktiviteter och förhållanden (ABL 10:21 –

¹¹⁵ Jfr diskussionen nedan beträffande aktiens rättighetsinnehåll.

22). I företag med upp till tio aktieägare har varje aktieägare rätt att ta del av företagets räkenskaper och övriga handlingar (ABL 7:36). Viktiga minoritetsskyddsregler är också de olika kvorumregler som finns gällande stämmans beslut, som för särskilt ingripande beslut gör avsteg från majoritetsprincipen. Ytterligare minoritetsskyddsregler finns bl.a. i reglerna kring kallelsen till stämman och dess genomförande.

Borgenärskyddet koncentreras till reglerna kring kapitalhanteringen, närmare bestämt tillskapandet och upprätthållandet av ett aktiekapital. Aktiebolag har som bekant ett bestämt minimikapital som inte får underskridas, 100 000 kronor för privata aktiebolag respektive 500 000 kronor för publika aktiebolag (ABL 1:5 och 1:14). Inbetalningen av kapitalet är initialt i fokus men även bevarandet av detta under företagets löpande verksamhet är noga reglerat. Företagen ska normalt arbeta i en finansiell ställning som kännetecknas av att tillgångarna överstiger skulderna, dvs. att det egna kapitalet är positivt. De främsta borgenärsskyddsreglerna är dock vinstsyftet och verksamhetsföremålet. Bara genom att företaget eftersträvar vinst för sina aktieägare kan det också amortera på sina lån och betala räntor. Aktiekapitalet i sig är ingen garanti för att borgenärerna får marknadsmässig ersättning för sin kommersiella utlåning. På liknande sätt förhåller det sig med verksamhetsföremålet, det är en förutsättning för att borgenärens initiala riskbedömning vid utlåningen ska upprätthållas. Avsteg från denna bild förändrar de betingelser som till grund för borgenärernas utlåning.

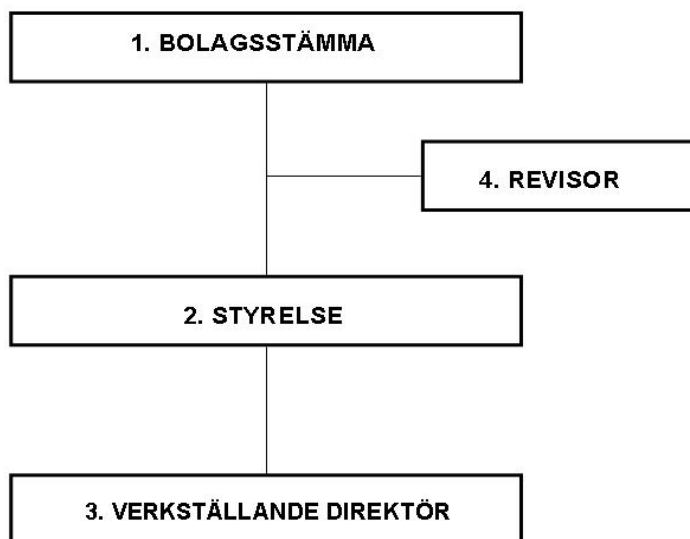
Traditionellt har dock tankar kring borgenärsskydd rört kapitalanvändningen i företag, s.k. värdeöverföringar. Med värdeöverföring i ABL:s mening förstås vinstutdelning, förvärv av egna aktier, minskning av aktiekapitalet eller annan icke affärsmässig kapitalminskning (ABL 17:1). För att en värdeöverföring ska vara tillåten krävs att den inte ska inkräkta på företaget bundna egna kapital. Dessutom ska dispositionen vara försvarlig ur försiktighetssynpunkt (ABL 17:3). Enligt denna s.k. försiktighetsspärr får exempelvis inte utdelning äga rum om inte värdeöverföringen är försvarlig med hänsyn till 1. de krav som verksamhetens art, omfattning och risker ställer på storleken på det egna kapitalet, och 2. företagets konsolideringsbehov, likviditet och ställning i övrigt.

Ytterligare en viktig skyddsregel är bestämmelserna om tvångslikvidation på grund av kapitalbrist ABL 25:13 – 20. Om företagets egna kapital understiger hälften av aktiekapitalet ska styrelsen genast upprätta en kontrollbalansräkning för att pröva om företagets ska träda i likvidation. Reglerna innebär bl.a. att styrelse och aktieägare kan bli personligt betalningsansvariga för företagets skulder.

6.4. Den interna maktfördelningen

ABL etablerar en hierarki och maktfördelning som präglar mycket av dagens företagande. Företagens organisation baseras på ett samspel mellan aktieägare, styrelse och företagsledning. Det råder en uppdelning mellan beslut och funktion. Den hierarkiska uppdelningen av företaget rör främst beslutsfattandet, där vi har flera olika beslutsfattare som finns på olika organisatorisk nivå. Maktfördelningen är i princip en fördelning av uppgifter mellan olika funktionärer i företaget. Lagstiftaren har valt att sammanföra dessa två dimensioner till ett system utan att klarlägga distinktionen mellan underställelse och funktionsfördelning.

Figur 8: De fyra bolagsorganen



ABL:s fyra s.k. bolagsorgan är kärnan för bolagsstyrningen. De står både i olika organisatorisk ställning och har skiljande funktioner inom aktiebolaget som i någon mån är ömsesidigt uteslutande. Den hierarkiska uppdelningen innebär att ett högre bolagsorgan i princip kan råda över ett lägre organs beslut. I mindre företag är inte uppdelningen obligatorisk i så måtto att verkställande direktör är frivillig (ABL 8:27 och 8:50). Nedan presenteras i komprimerad form bolagsorganens ställning, funktion och uppgifter samt sammansättning och arbetssätt.

Bolagsstämman har ställningen av det högsta beslutande organet i aktiebolaget. Stämman är suverän beslutsfattare. I teorin kan bolagsstämman lämna direktiv till samtliga underlydande bolagsorgan och besluta i frågor gällande deras kompetensområden, med den viktiga restriktionen att direktiven inte får strida mot lag. På en rad områden har stämman exklusiv beslutsmyndighet, t.ex. ändringar i bolagsordningen (ABL 7:42) och val av revisor (ABL 9:8). Det finns dock gränser för bolagsstämmans omnipotens. Bolagsstämman får inte inkräkta på de andra bolagsorganens exklusiva kompetens eftersom det skulle strida mot den maktfördelning som är grundläggande för aktiebolaget. ABL har även angivit två preciserade begränsningar för bolagsstämmans beslutskompetens, dels i förhållande till minskning av aktiekapitalet (ABL 20:3), dels utdelning av vinstmedel (ABL 18:1). Bolagsstämman är som sagt även bunden till generalklausulen, vilken stadgar att den inte får fatta ett beslut som är ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för företaget eller någon annan aktieägare (ABL 7:47).

Bolagsstämmans funktion är främst beslutsfunktionen. Det är stämmans beslut som ligger till grund för företagets uppkomst, bestånd och avslut. ABL är dock inte konstruerad så att de strategiska eller praktiska besluten kring själva verksamheten tillhör stämmans ordinarie uppgifter utan stämman ser istället till att företaget årligen uppfyller de övergripande frågorna lagstiftaren ansett centrala för att företaget ska åtnjuta aktiebolagets privilegier. Bolagsstämman ska årligen fatta beslut om 1. fastställelse av balans- och resultaträkning, 2. disposition av årets resultat och 3. beviljande av ansvarsfrihet för styrelseledamöter och

verkställande direktör (ABL 7:11). Därtill kommer det att stämman är ytterst ansvarig för funktionärsförsörjningen till övriga bolagsorgan; den har att välja styrelseledamöter och revisor. Utöver dessa grundläggande beslut tillkommer beslutskompetens inom flera områden, däribland förändringar av företagets kapitalstruktur. Som överordnat beslutsorgan utgår makten att fatta beslut för övriga organ från stämmans beslutsmyndighet. De övriga organens beslutskapacitet är alltså i princip härledd från stämmans, till skillnad från övriga funktioner i företaget. I det att stämman har en beslutsfunktion ligger att den i princip vare sig ska leda företaget, verkställa besluten eller kontrollera att de blir utförda. Det är även viktigt att konstatera att stämman egentligen inte är en behörig företrädare för företaget utan detta ligger på andra organ.

Bolagsstämman är sammansatt av aktieägarna i företaget. De aktieägare som är införda i aktieboken har rätt att delta i bolagsstämman (ABL 7:2). En aktieägare har rätt att ta initiativ till ärenden på stämman, yttra sig och ställa frågor till företagsledningen. Aktieägaren har att rösta om val och beslut. I normalfall utgörs stämmans beslut av den mening som har fått mer än hälften av de avgivna rösterna (ABL 7:40), utöver detta finns regler för kvalificerad majoritet i olika frågor.

Styrelsen har ställningen som det styrande organet i företaget. Styrelsen har enligt ABL 8:4 till uppgift att organisera och förvalta företaget. Det ankommer alltså på styrelsen att ordna företagets verksamhet så att det av stämman fastställda verksamhetsföremålet uppfylls samt att företaget ger avkastning i enlighet med företagets lagstadgade vinstsyfte. Styrelsen ska även förvalta de medel som aktieägarna ställt till företagets förfogande på ett tillförlitligt sätt. Det är alltså styrelsen som är principalen för kapitalförvaltningen. I samband härmed ankommer det på styrelsen att ordna kontroll över bokföringen och medelshanteringen. Styrelsen har alltså en vittförgrenad roll som inbegriper dels beslutsfattande, dels styrning, dels kontroll. Rollen är central som kontaktyta mellan aktieägarna och verksamheten.

Styrelsens funktion är i princip att vara den främsta företrädaren för företaget, dels inom företaget, dels utåt gentemot externa intressenter och kontraktsparter. Företaget behöver en företrädare eftersom den yttersta beslutsfattaren i normalfall inte sammanträder mer än en gång per år och företaget behöver vara aktivt gentemot omgivningen. Funktionen framgår av ABL 8:35 som stadgar att styrelsen företräder företaget och tecknar dess firma. Firmateckningsrätten kan dock delegeras, vilket är normalfallet eftersom det är opraktiskt att ha ett kollektiv av personer som undertecknar företagets olika handlingar. Här finns dock konkurrens med verkställande direktören som kan företräda företaget och har firmateckningsrätt inom sitt kompetensområde (ABL 8:36).

Styrelsen är i normalfall vald av bolagsstämman även om annan ordning kan föreskrivas (ABL 8:8). Det finns ett uttryckligt förbud för styrelsens att utse styrelseledamöter. Styrelseledamöternas mandattid är i grunden ettårig (ABL 8:13). Styrelsens arbete ska ledas av en ordförande som ska tillse att styrelsen uppfyller sina uppgifter. Styrelsen är ett kollektivt organ som fattar sina beslut genom majoritetsbeslut, där ordföranden i undantagsfall kan få en avgörande röst. Styrelsearbetet ska dokumenteras på olika sätt – bl.a. genom mötesprotokoll, arbetsinstruktioner och beslutsunderlag.

Verkställande direktören är det verkställande organet i företaget. VD ska sköta den löpande förvaltningen enligt styrelsens riktlinjer och instruktioner. Vad den löpande förvaltningen innefattar och hur den skiljs från styrelsens förvaltningsuppdrag är ovisst. Det beror i huvudsak på företagets verksamhet och storlek. Exempelvis faller ett företagsförvärv vanligen

inom styrelsens förvaltning men i särskilda företag som sysslar med köp och försäljning av företag som affärsidé torde detta kunna falla inom den löpande förvaltningen. VD kan vidare företa åtgärder som normalt faller inom styrelsens kompetensområde när det är brådskande (ABL 8:29 2 st). Regeln pekar ut skiljelinjen mellan styrelsens och VD:s beslutskompetens: styrelsen ska i normalfall besluta åtgärder ”som med hänsyn till omfattningen och arten av bolagets verksamhet är av ovanligt slag eller av stor betydelse”. Även om VD i praktiken har en central position i företagets beslutsfattande fyller funktionären enligt aktiebolagsrättslig terminologi endast det exekutiva uppdraget att realisera stämmans och styrelsens beslut.

Revisor är det kontrollerande organet som granskar styrelsens och verkställande direktörens förvaltning å stämmans vägnar. Revisorn är verksam på bolagsstämmans uppdrag och ska granska företagets årsredovisning och bokföring samt styrelsens och den verkställande direktörens förvaltning (ABL 9:3). Denna s.k. förvaltningsrevision är med utländska ögon mätt unik. Förvaltningsrevisionen garanterar att stämman får en kontroll av även av förvaltningen som inte direkt går att översättas till årsredovisningens finansiella mätetal.

Revisorn är central för kontrollfunktionen i företaget. Både stämman och styrelsen har ett kontrolluppdrag i förhållande till sina agenter men revisorn är den utanför företagets beslutshierarki ska upprätthålla en övervakning av bolagsorganen efter principer som bestäms helt utanför företagets kontroll. Revisorn har alltså den mest renodlade funktionen bland bolagsorganen. Revisorns utses av stämman (ABL 9:8) och har en fyraårig mandattid (ABL 9:20). Revisorns roll kompliceras av att de är anställda av vinstdrivande revisionsföretag som är beroende av att aktieägarna väljer dem och att företagsledningen samarbetar samt betalar deras fakturor. En stor del av detaljreglerna kring revisorns roll och egenskaper regleras utanför aktiebolagslagen, närmare bestämt i revisorslagen (2001:883). Lagen reglerar bl.a. auktorisationen och godkännande av revisorer och registrering av revisionsbolag. Revisorslagen ställer särskilda krav på revisorns opartiskhet och självständighet. Enlig 21 § revisorslagen ska en revisor inför varje uppdrag pröva om något kan rubba förtroendet för dennes opartiskhet eller självständighet och revisor ska avböja uppdrag bl.a. om det finns ett ekonomiskt intresse, om uppdraget innebär granskning av ett av revisorn lämnat råd, om revisorns rättsligt tagit ställning för eller mot uppdragsgivaren m.m. Revisorers och revisionsbolags övervakas av revisorsnämnden som kan utdela disciplinära åtgärder i form av erinran, varning eller upphävande av auktorisation eller godkännande (32 §). Revisorernas organisation FAR SRS utvecklar god revisorssed och tar fram riktlinjer för revisorernas arbete.

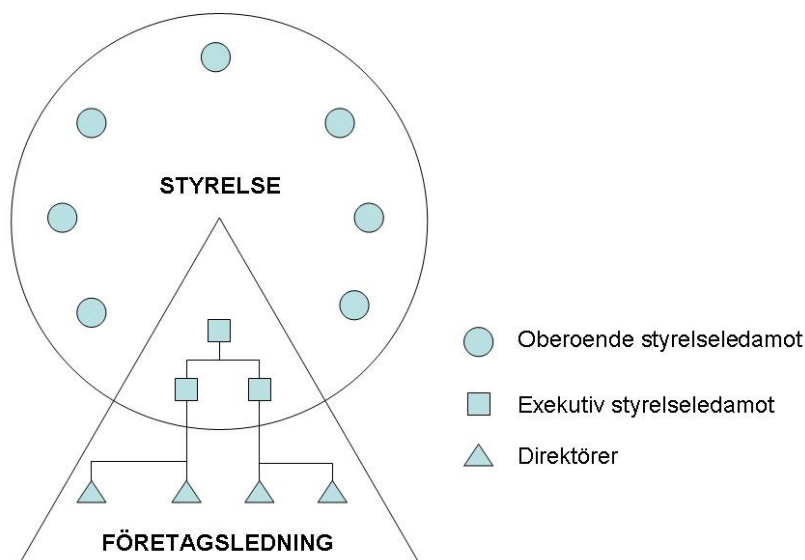
Olika strukturer för bolagsorgan

I ett internationellt perspektiv kan det interna bolagsstyrningssystemet vara organiserat i enlighet med den ena av två modeller: *den monistiska*, som präglas av att det bara finns ett ledningsorgan eller *den dualistiska* där det finns två.¹¹⁶ Enligt förslaget till det femte EG-rättsliga bolagsdirektivet ska publika aktiebolag antingen vara dualistiskt eller monistiskt organiserade. Den monistiska modellen används framförallt i angloamerikanska rättsordningar. Styrelsens mandat bestäms i sin helhet av stämman. Styrelsen har en verkställande funktion, även om detta i praktiken vilar på en särskild utsedd ledamot, en *managing director*. I den dualistiska modellen delas ledningen mellan två organ, ett övervakande och ett verkställande. Mellan organen råder en sträng funktionsfördelning. Modellen används bl.a. i kontinentaleuropeiska länder. Stämman utser den övervakande

¹¹⁶ SOU 2004:46 s 12.

styrelsen som i sin tur utser det verkställande företagsledningen. Stämman har begränsade möjligheter att påverka ledningsorganets arbete. En person ingår i det ena organet kan inte ingå i det andra. Den svenska bolagsstyrningsmodellen kan sägas ligga någonstans mellan den monistiska och den dualistiska modellen.¹¹⁷ I publika företag har vi både styrelse och verkställande direktör och får därigenom en uppdelning i styrning och ledning.

Figur 9: Angloamerikansk styrelsemodell¹¹⁸



Bolagsstyrningens problem hänger delvis samman med den monistiska modellen där styrelse och ledning av företag blandas ihop på ett riskabelt sätt. Det uppstår lätt rollkonflikter om styrelsen och företagsledningen består av samma personer. Ett centralt dilemma är att ingen kan på ett vederhäftigt sätt kontrollera sig själv. Därför har regelmakare inom bolagsstyrningen funnit det nödvändigt att ställa krav på att olika personer besätter de olika posterna i styrelse och företagsledning. Framförallt har detta skett med krav på s.k. icke-exekutiva direktörer, dvs. personer oberoende i förhållande till företagsledningen.

Antalet bolagsorgan

En viktig fråga i bolagsstyrningssammanhang är om bolagsorganen är ett s.k. *numerus clausus* (stängt tal), dvs. att organen vare sig kan utökas eller inskränkas av annan än genom lag. Det har skett en utökning av instanser som bär upp bolagsstyrningen, vilket diskuteras ytterligare nedan. Det är möjligt för företagen att instifta nya organ, vilket framgår indirekt av ABL 8:4 och 8:7 enligt vilka styrelsen har att ordna organisationen och lämna instruktioner till nyinrättade "organ". I den debatt som följt av bolagskoden och de däri nya instanserna (bl.a. valberedningen) har bolagsorgan fått en överdrivet värdeladdad betydelse. Flera

¹¹⁷ SOU 2004:130 s 78.

¹¹⁸ Tricker, Bob, *Essential director*, 2004.

remissinstanser uttryckte farhågor för ”ett femte bolagsorgan”, dvs. en instans som kan överpröva och kontrollera styrelsens och revisorernas arbete vilket därigenom förändrar de fyra bolagsorganens maktbalans och ansvar.¹¹⁹ Kodgruppen har använt begreppet utskott för de instanser som styrelsen inrättar – ersättningsutskott och revisionsutskott – men detta överensstämmer alltså inte med ABL:s terminologi. En styrelse kan utveckla olika utskott för att behandla återkommande eller engångsfrågor, t.ex. en förvärvsgrupp inför ett uppköp, torde vara en okontroversiell fråga. En viktigare fråga är om bolagsstämman mer permanent kan inrätta nya organ genom förändringar av bolagsordningen eller i annan ordning. Det har under en tid förekommit aktiebolag som genom bolagsordningen sätter upp en valberedning och därmed inrättat en bolagsstyrningsstruktur som liknar föreningslivets. Det torde således stora finnas möjligheter till att ordna bolagsstyrningen i aktiebolag med unika och situationsbetingade instanser, kalla dem bolagsorgan eller ej.

6.5. De aktiebolagsrättsliga dokumenten

Bolagsstyrning i aktiebolagslagen är inte bara reglerat genom att lägga upp en intern ordning av instanser och funktioner i form av bolagsorganen. ABL ställer även krav på att bolagsstyrningen ska vara dokumenterad i form av olika obligatoriska handlingar som preciserar bl.a. utformningen av bolagsorganen, relationerna mellan ledamöterna inuti bolagsorganen, relationerna mellan olika bolagsorgan och rutiner hur olika frågor i företagets verksamhet handläggs. Dokumenten som regleras i ABL är bolagsordningen, arbetsordning för styrelsen, instruktion för verkställande direktör och instruktioner för ekonomisk rapportering. Tillsammans kan dokumenten sägas bilda en hierarkisk ordning, där vissa dokument har företräde framför andra.¹²⁰ Syftet med systemet av interna instruktioner och rutiner är att det ska leda till en klar organisation som tydliggör vilka personer som kan tillmätas ansvar för olika aktiviteter. Arbetsordning och instruktioner tillkom i linje med ett av aktiebolagskommitténs betänkanden (SOU 1995:44) som sökte råda bot på att ansvarsutkrävandet i svenska aktiebolag ansågs som rättsligt svårt. Efter att reglerna trätt i kraft 1999 måste dock facit sägas vara tämligen nedslående med fortsatt stora svårigheter att ställa företagets funktionärer till svars.

Det grundläggande styrdokumentet i aktiebolag är *bolagsordningen* som gäller som en konstitution för företaget och binder samman aktieägare med bestämmelser om firma, säte, verksamhetsföremål, antal aktier och aktiekapital, antal styrelseledamöter, antal revisorer och räkenskapsår (ABL 3:1). Bolagsordningen fastställs vid grundandet av företaget och kan endast ändras i kvalificerad ordning, i de flesta fall genom två tredjedels majoritet. Bolagsordningen kan reglera en mängd frågor som bestämmer aktieägarnas, egentligen aktiernas, interna relationer, överlåtelse av aktier, vinstutdelning, likvidation m.m.

Bolagsordningen är ett grunddokument för företaget och det dokument som styr bolagsorganens interna arbete. Bolagsordningen är ett relativt konsistent dokument, det är inte meningen att bolagsordningen ska förändras regelbundet utan endast vid särskilda händelser i företagets utveckling. Bolagsstämman kan därtill utfärda anvisningar, eller direktiv, till företagets funktionärer.¹²¹

¹¹⁹ Jfr SOU 2004:130 s 24.

¹²⁰ Svernlöv, Carl, *Arbetsordning och andra instruktioner i aktiebolaget – en introduktion*, uppl. 2, LitteraturCompagniet, 2006.

¹²¹ Stattin, Daniel, *Företagsstyrning – styrinstrument och ansvarsföljder i ett aktiebolagsrättslig perspektiv*, Uppsala universitet, 2005.

Styrelsen lägger upp sin egen styrningsstruktur riktad mot sin egen och de underlydande bolagsorganens förvaltning av företaget, ytterst baserad på bolagsordningen, aktiebolagslagen och i förekommande fall bolagskoden. Enligt ABL 8:6 ska styrelsen fastställa en *arbetsordning* för sitt arbete som ska vara skriftlig och föremål för en årlig revidering. I arbetsordningen ska man ange antalet planerade styrelsemöten, hur arbetet fördelas mellan styrelseledamöterna och principer för styrelsesuppleanternas medverkan. Kraven på vad styrelsens arbetsordning ska omfatta är alltså mycket kortfattade, men kan och bör utökas av styrelsen i relation till bolagsstämmans direktiv, arbetsgruppens och företagets behov. Enligt Svernlöv bör arbetsordningen innefatta följande rubriker:¹²²

- Styrelsen, beslutförhet och styrelseledamöters åligganden
- Styrelseordförandes val, roll och uppgifter samt styrelsesekreterarens uppgifter
- Kallelse och sammanträden
- Suppleanter och andra personers närvaro vid sammanträden
- Dagordning och protokoll
- Arbetsfördelning inom styrelsen
- Verkställande direktör
- Bolagets revisor och internrevision
- Utskott

En viktig del av hur styrelsens arbete ordnas är att arbetet i stor utsträckning ska dokumenteras. Kraven på skriftlighet har successivt ökat. Vid varje styrelsemöte ska det föras protokoll (ABL 8:24) och styrelsen ska ha tillgång till ett tillförlitligt underlag inför sina beslut (ABL 8:21 2 st 2 pkt). I de flesta fall bör underlagen vara skriftliga och skickas i samband med kallelsen till styrelsemötet. Sammantaget bildar reglerna kring styrelsens arbete ett högt ställt krav på skriftlighet, vilket borde underlätta att styrelsebeslut kan härledas och ansvar kan avkrävas.

Som tidigare visats är relationen mellan styrelsen och företagsledningen en av kärnpunkterna i bolagsstyrningen. Relationen är även föremål för ett krav på en skriftlig instruktion enligt ABL 8:7. Styrelsen ska i skriftliga instruktioner ange arbetsfördelningen mellan å ena sidan styrelsen och å andra sidan verkställande direktören. Bestämmelsen gäller även arbetsfördelningen mellan styrelsen och de utskott styrelsen inrättar. VD-instruktionens viktigaste del är att precisera vad som tillhör den löpande förvaltningen som VD ska ordna och vad som exklusivt ligger inom styrelsens beslutskompetens. Begreppet löpande förvaltningen från ABL 8:29 har endast i begränsad omfattning fyllts med innehåll i förarbeten och praxis varvid en företagsspecifik bestämning är nödvändig. VD-instruktionen kan ange vilka frågor som bör underställas styrelsen, exempelvis osedvanliga och väsentliga avtal, kapitalplacering, företagsförvärv och avyttringar, ställande av garanti eller säkerhet, anställning av ledande befattningshavare.

Styrelsen har även till uppgift att fortlöpande bedöma bolagets ekonomiska funktion samt att kontrollera bokföringen och medelsförvaltningen. Styrelsen ska därför utfärda skriftliga instruktioner för hur sådan information samlas in och rapporteras till styrelsen (ABL 8:5).

¹²² Svernlöv, Carl, *Arbetsordning och andra instruktioner i aktiebolaget*, 2006, Bilaga 2. Anpassad och förkortad.

Denna *instruktion för den ekonomiska rapporteringen* kan omfatta bl.a. utformningen av det finansiella rapporteringssystemet, kontroll och kvalitetssäkring av bokföring och den externa rapporteringen, planering och uppföljning av företagets ekonomiska situation genom budgetar och prognoser m.m.

De aktiebolagsrättsliga styrdokumenterna tenderar att hållas på en övergripande nivå och kan vanligen utan större justeringar överföras till andra företag. För att hantera styrningen på lägre nivå i företaget kan styrelsen och företagsledningen utfärda olika typer av riktlinjer och policyer. Några vanligt förekommande är dessa:

- Personal
- Finans
- Attestrutiner
- Riskexponering
- Säkerhet
- Investerarrelationer och publik information
- Etik¹²³
- Jämställdhet¹²⁴

6.6. Aktiens rättighetsinnehåll

Bolagsstyrningen kan i många avseenden sägas vara koncentrerad till aktieägaren och formerna för dennes inflytande över företaget. En rättsekonomisk analys av aktieägarens ställning visavi bolaget tar fasta på de typiska rättigheter som ägande och egendom innebär.¹²⁵ Egendomsrättsteorin handlar om att spjälka upp det ”rättighetsknippe” en ägare av egendom innehar. Här kan denna form av analys användas för att förstå en aktieägars position och rättigheter visavi företaget.

Som återberättat i den historiska inledningen var innovationen begränsat personligt ansvar intimt förknippad med aktiebolagets utveckling och en vändpunkt i den kommersiella utvecklingen av företag. En gammal svensk rättslig term för detta tillstånd är u.p.a., ”utan personligt ansvar”. Även i gällande aktiebolag utgör principen den grundläggande rättigheten för aktieägaren: aktieägaren har inte något personligt betalningsansvar för företagets förpliktelser (ABL 1:3). Utan att aktieägaren erhåller denna rättighet skulle privat ackumulering av kapital för större projekt vara ogörlig. Principen är utan lagfästa undantag även om det i rättspraxis i mycket speciella fall förekommit s.k. ansvarsgenombrott.¹²⁶ Till detta hör även att aktieägaren normalt inte är skyldig att tillskjuta mer kapital än vid aktieteckningen även om sådana skyldigheter kan uppkomma i avtal med andra aktieägare eller utomstående intressenter. Ytterligare en av kärnrättigheterna i aktiebolagstekniken är aktiernas fria överlåtbarhet. I ABL 4:7 stadgas att aktier kan fritt överlåtas och fritt förvärvas. Genom denna dispositionsrätt kan aktieägaren enkelt avsluta sin riskexponering gentemot företaget. Aktieägarens rätt att fritt överlåta aktierna kan dock villkoras på olika sätt. Inskränkningarna utvidgades i den nya aktiebolagslagen men detta var främst av praktiska

¹²³ Styrelsen ska fastställa etiska riktlinjer enligt 3.1.1 bolagskoden.

¹²⁴ En plan ska upprättas årligen enligt 13 § jämställdhetslagen.

¹²⁵ Denna typ av analys brukar benämnas egendomsrättsteori, jfr kap 4.

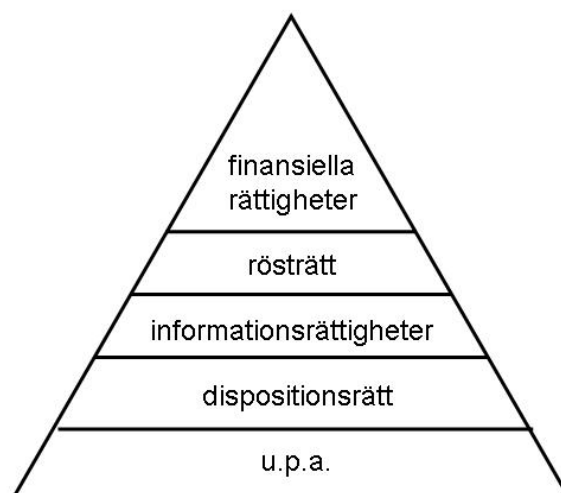
¹²⁶ Bl. a. NJA 1947 s 627 Nyköpings å.

skäl utan att den grundläggande principen i sak hotas. I bolagsordningen får inskränkningar av dispositionsrätten införas i form av samtyckesförbehåll, förköpsförbehåll och hembudsförbehåll (ABL 4:8, 18 och 27). Den viktigaste praktiska begränsningen för en aktieägare att sälja sina aktier är trots detta att det finns en marknad för aktier och att priset är det rätta – förutsättningar som inte alltid existerar.

Till de två grundläggande rättigheterna vilka definierar aktiebolaget kommer ytterligare tre typer av rättigheter som tydliggör aktieägarens position enligt ABL.

1. *Informationsrättigheter* som säkerställer att aktieägaren kan få information om hur det går för företaget och hur företagsledningen sköter sig. Utan information förlorar de andra delarna av rättighetsknippet sin praktiska mening. Informationsrättigheterna garanteras till stor del genom lagstiftning utanför ABL och tillkommer envar, bl.a. genom årsredovisningslagen och bokföringslagen. Vissa särskilda informationsrättigheter har även beskrivits ovan som minoritetsaktieägarskydd.
2. *Rösträtt*, genom vilken aktieägaren beslutar om hur företaget ska skötas och vilka personer som ska delta i förvaltningen av företaget. Denna rättighet kan beskrivas som den absoluta makten i företagets styrningsfrågor, även om den till sin utformning är indirekt. Till detta kommer att rösträtten även är motor i kontrollen av förvaltningen. Rösträtten är alltså en rätt till styrning och kontroll av företaget och företagets funktionärer.
3. *Finansiella rättigheter* som garanterar att aktieägaren har möjlighet att tillägna sig företagets vinst. Den viktigaste formen av finansiella rättigheter är rätten till vinstutdelning i aktiebolagslagens 18:e kapitel. De finansiella rättigheterna manifesterar det allmänna syftet med ägandet av aktier, att få avkastning från företagets verksamhet. De övriga fyra rättigheterna säkerställer att aktieägaren ska kunna utöva sina finansiella rättigheter och därvid få avkastning på sin satsning i företaget.

Figur 10 Aktiens rättighetsknippe



Figurens fyra översta typerna av rättigheter (dispositionsrätt, informationsrättigheter, rösträtt och finansiella rättigheter) kan aktieägaren använda sig av efter eget skön – med vissa begränsningar. Den femte rättigheten är en generell rättighet som tillkommer alla aktieägare, vare sig de vill det eller inte. Tillsammans kan aktieägarens fem rättigheter sägas bilda stommen i bolagsstyrningen. Inte bara så att de rent faktiskt utgör de rättigheter aktieägaren, som en central bolagsstyrare, har i förhållande till företaget utan även så att de är en modell efter vilka andra intressenters rättigheter kan inordnas och utvecklas.¹²⁷ Aktiens rättighetsknippe visar ett schema över de olika kategorier av rättigheter som ger inflytande över ett företag. I många fall har andra aktörer än aktieägare en avtalsrättslig relation till företag, det gäller exempelvis borgenärer och affärspartner. I deras avtal kan många gånger olika rättigheter liknande de fem typerna finnas för att skapa kontroll över företaget.

Sammanfattning

- Regelverken inom bolagsstyrningen kommer dels, från lag, dels från självreglering i näringslivet.
- Aktiebolagslagen är den viktigaste lagen inom bolagsstyrningen och har genomgått ett omfattande revisionsarbete sedan början av 1990-talet fram till den lag som trädde ikraft 1 januari 2006.
- Lagen ska främja en fortlöpande och snabb anpassning av företagens organisation och verksamhet till förändringar i omvärlden.
- Lagen arbetar med tre olika regleringsmodeller för att förebygga och lindra intressekonflikter mellan företagets olika grupper: lojalitetsplikt, minoritetsskydd och borgenärsskydd.

¹²⁷ Jfr Sevenius, R, *On the instruments of governance – a law and economics study of capital instruments in limited liability companies*, Institute of technology, Linköping university 2002, passim.

- Lagen präglas av en intern makt- och funktionsfördelning som byggs upp av de fyra bolagsorganen: bolagsstämma, styrelse, verkställande direktör och revisor.
 - Lagen ställer vissa krav på dokumentation av den praktiska bolagsstyrningen med bl.a. arbetsinstruktion för styrelsen, VD-instruktion och instruktion för den ekonomiska rapporteringen.
 - Aktieägarens rättigheter i förhållande till företagen baseras på fem typer av rättigheter: finansiella rättigheter, rösträtt, informationsrättigheter, dispositionsrätt och u.p.a.
-

Kapitlet behandlar koden för svensk för svensk bolagsstyrning som trädde i kraft 1 juli 2005. Kapitlet fokuserar på de principiella frågorna kring bolagskoden, t.ex. vägledande principer, målgrupp samt principen följ eller förklara. Dessutom är kapitlet en genomgång av vissa av kodreglerna.

7. BOLAGSKODEN

7.1. Bakgrund till svensk kod för bolagsstyrning

Det svenska regelverket för bolagsstyrning tillkom efter en relativt snabb behandling. Kodgruppen, en undergrupp till Förtroendekommissionen, sammanträdde åtta gånger under perioden oktober 2003 och april 2004. Därefter la gruppen fram sitt första betänkande, SOU 2004:46. Efter kritik och omfattande remissvar (78 stycken) återkom gruppen med ett slutligt betänkande, SOU 2004:130, efter ytterligare fyra sammanträden i december 2004.

Bolagskoden infördes i Stockholmsbörsens inregistreringskontrakt den 1 juli 2005 och ska tillämpas av börsföretag noterade på A-lista samt större företag på O-listan. Det första hela räkenskapsåret som regelverket tillämpas var således 2006.

Det är inte helt uppenbart vad bolagskoden utgör för typ av reglering. Enligt Kodgruppen utgör regelverket ett "led i självregleringen inom det svenska näringslivet".¹²⁸ Det är inte ovanligt att näringslivet verkar för en egen normbildning, särskilt inom känsliga områden. Ett vanligt tillvägagångssätt är att näringslivsorganisationer utarbetar koder, regelsamlingar, med normer för god sed inom affärsverksamhet på ett visst område.¹²⁹ I anslutning till dessa upprättas ibland ett särskilt bedömningsorgan som ska pröva i konkreta fall om olika förfaranden överensstämmer med reglerna och därigenom komplettera regelsamlingen med utfyllande praxis. Härigenom åstadkommer man en normbildning utanför den statliga rättsordningen och domstolsväsendet, en utomrättslig normbildning. I många fall har denna reglering skett under hot om lagstiftning, det talas ibland om marknadens självsanering eftersom det rör sig om utrensning av förtroendeskadliga affärsskick och arbetsmetoder.

Bolagskoden har delvis följt näringslivets mönster av självreglering, delvis tagit en unik bana i svensk normbildning. Regelverket är ett samarbete mellan ett offentligt organ med uppdrag av regeringen, Förtroendekommissionen, och svenskt näringsliv. Samarbetet utmynnade i två betänkanden i serien Statens offentliga utredningar, en publikationsform som vanligen brukar vara förbehållen förarbeten till författningar. I detta fall innehåller betänkandet slutligt utformade regler som är tänkta att tillämpas utan ytterligare beredning. Därtill kommer att FK lämnar förslag till hur regelverket förvaltas, också detta genom ett organ med representanter för näringsliv och stat. Resultatet är ett regelverk som är förankrat i både stat och näringsliv. Beredningen ger den dubbla fördelen av att bolagskoden dels får legitimitet som ett

¹²⁸ SOU 2004:130 s 74.

¹²⁹ Bernitz, Ulf, *Näringslivets normer, i Finna rätt – juristens källmaterial och arbetsmetoder*, 8 uppl., Bernitz, Ulf m.fl., Norstedts juridik AB, 2004.

auktoritativt regelverk, dels binder framträdande ägargrupper på ett moraliskt plan genom deras engagemang i framtagningsprocessen.

7.2. Utgångspunkter för bolagskoden

Det övergripande syftet med bolagskoden är att bidra till att de svenska företagens styrning förbättras. Kodgruppens definition av bolagsstyrning är som sagt att det ”handlar om styrning av företag på ett sådant sätt att de uppfyller ägarnas krav på avkastning vilket bidrar till samhällsekonomins effektivitet och tillväxt”. Utvecklingen av bolagsstyrningen inom de börsföretag som ska tillämpa reglerna ska tjäna som goda exempel för andra företag. Regler och god praxis ska spridas som ringar på vattnet och stärka hela näringslivets effektivitet och konkurrenskraft. Ett ytterligare syfte är att höja kunskapen om och förtroendet för den svenska bolagsstyrningen hos utländska investerare vilket i sin tur stärker svenska företags tillgång till de internationella kapitalmarknaderna. Den rådande uppfattningen tycks vara att svensk bolagsstyrning förvisso håller en hög standard i förhållande till andra länder, men utlänningar inte förstår detta så att det trots allt behöver kommuniceras ytterligare i form av en etablerad kod för bolagsstyrning.

Kodgruppen har arbetat efter en uppsättning vägledande principer. Principerna kan enligt Svernlöv tjäna som tolkningsdata vid uttolkningen av oklara bestämmelser i bolagskoden.¹³⁰ Detta är troligen riktigt, men det framkommer inte tydligt i SOU 2004:130. Man talar endast om principerna som ”principer för Kodgruppens arbete” till skillnad från SOU 2004:46 som uttryck för en ”gemensam värdegrund inom den krets som skall omfattas av reglerna”.¹³¹ Utmönstringen av ordet värdegrund förklaras inte av Kodgruppen, men det torde innebära att principernas betydelse tonas ned. Metoden att både ange vägledande principer och regler känns igen från annan utomrättslig normgivning inom redovisningsrätten och börsrätten. Kodgruppens principer överensstämmer i stort med utgångspunkterna i Aktiebolagskommitténs arbete och NBK:s regler, vilket talar för att de kan utgöra tolkningsdata. Principerna anges inte uttömmande i betänkandet, men ”några” av dessa har varit att:¹³²

- skapa goda förutsättningar för utövandet av en aktiv och ansvarstagande ägarroll,
- skapa en väl avvägd maktbalans mellan ägare, styrelse och verkställande ledning, som bl.a. säkerställer ägarnas möjlighet att hävda sina intressen gentemot bolagets ledningsorgan,
- skapa en tydlig roll- och ansvarsfördelning mellan de olika lednings- och kontrollorganen,
- värna om att aktiebolagslagens likabehandlingsprincip tillämpas i praktisk handling, samt
- skapa största möjliga transparens gentemot ägare, kapitalmarknad och samhället i övrigt.

Kodgruppen har inte gjort någon självständig analys av de brister i bolagsstyrningen och de förtroendeskadliga företeelser som ska tacklas genom regelverket. I detta hänvisar gruppen snarast till FK:s arbete och betänkandet Näringslivet och förtroendet (jfr ovan). Möjligen kan

¹³⁰ Svernlöv, Carl, *Svensk kod för bolagsstyrning – med kommentarer för praktisk tillämpning*, uppl. 2, Norstedts juridik, 2006.

¹³¹ SOU 2004:46 s 9 (kursivering här).

¹³² SOU 2004:130 s 72.

det vara en brist att gruppen inte gjort en egen bedömning av vad som regelverket i praktiken ska komma till rätta med. Sambanden mellan den förhöjda ambitionsnivån i förhållande till aktiebolagsrätten och kringliggande regelverk och de förtroendeskadliga företeelserna är inte tillräckligt beskrivet enligt min mening. Hur kommer reglerna att påverka bolagens och marknadens aktörer till att komma till rätta med de brister som uppdragats? Kodgruppen problematiserar inte heller den roll regelverket ska ta i relation till övriga normer och mekanismerna i bolagsstyrningen. Ett helhetsgrepp kring frågorna och klarläggande av spelplanen kan vara mer effektivt än ett isolerat regelverk. Men detta kanske är en fråga för forskningen. Sammantaget präglas motiveringen och syftet med reglerna av att det externa trycket att ha en bolagskod att visa upp för omvärlden, snarare än reglerna i sig, varit ledande för iveren att få till stånd en kod. Talande är att Kodgruppen är övertygad om att bolagskoden kommer att ses som ett "kvalitetsmärke".

Målgruppen för regelverket är företag med bred ägarspridning. Detta ska primärt uppfattas som aktiemarknadsbolag, dvs. bolag noterade på börs eller auktoriserad marknadsplats. Reglerna är enligt Kodgruppen även tillämpliga på andra företagskategorier som karakteriseras av ett spritt ägar- eller allmänintresse. Kooperativa, statliga och kommunala företag är exempel på sådana. Även företag noterade på annat sätt eller sådana som planerar att börsintroduceras kan se till reglerna för att hämta arbetsformer för en god standard i bolagsstyrningen. Kodgruppen har här inte gjort distinktionen mellan bred ägarspridning och koncentrerat ägande, dvs. de två ägarmodeller som dominerar de västerländska marknaderna. Detta torde inte ha någon praktisk relevans eftersom kodens regler tar höjd för båda modellernas problematik. Det föranledde dock kritik från företag med koncentrerat ägande, t.ex. H&M och Lundberg-företagen, vilka ansåg att koden framförallt hade relevans för företag med övervägande institutionellt ägare. Reglerna ansågs alltför detaljerade och missriktade för företag med koncentrerat ägande. I den grupp som arbetade fram den reviderade bolagskoden utökades gruppen med en adjungerade ledamot som skulle representera stora privatägare.

Kodgruppen anger en modell för implementering som är utsträckt över tiden. Ett första steg inkluderar stora börsföretag vilka ska implementera och utveckla reglerna under "några år". Det rör sig om cirka 80 företag som representerar över 80 procent av börsen totala marknadsvärde. Efterhand, när man vunnit praktisk erfarenhet av tillämpningen av reglerna, ska tillämpningen breddas till börsens samtliga bolag. Det är alltså de stora bolagen som ska bära kostnaderna för att utveckla system och rutiner för att tillämpa koden på ett kostnadseffektivt sätt. De mindre bolagen ska därefter kunna använda sig av de upparbetade kunskaperna. En ganska märklig ordning kan tyckas. Det anses godtagbart att de mindre bolagen inte tillämpar reglerna i full utsträckning, vilket i värsta fall kan innebära att de system som storföretagen utvecklar inte kan tillämpas på det begränsade sätt mindre företag behöver. Ytterligare tillväjningsperioder kan därför bli aktuella för de mindre företagen. Dessutom kan implementeringen och systemutvecklingen för bolagskoden troligen innebära avsevärda kostnader. En tidig uppskattning av Ericssons verkställande direktör pekade på "minst ett par hundra miljoner kronor".¹³³ I Ericsson hade man för fem år sedan sex styrelsemöten per år men har nu cirka 35, inklusive möten i styrelseutskott. Den största merkostnaden torde dock vara att nya finansiella kontroll system behöver utvecklas. Med tanke på den förankring och beredskap som ändå framskymtat av svenskt näringslivs intresse för bolagskoden kan ändå antas att implementeringen och acceptansen kommer att ske relativt snabbt.

¹³³ Uttalande av Ericssons vd Carl-Henric Svanberg på Börsseminarium 2005 enligt Carlsson, Bengt, "Koden kostar flera hundra miljoner", Dagens Nyheter 10 mars 2005.

Kritiken mot bolagskoden var tidvis betydande, delvis pga. att grupperna som påverkas av bolagskoden är vana att uttrycka sina åsikter och även har massmedias öra. Dessutom är regleringen trots allt på flera sätt en viktig nyhet inom svensk rättsordning. Mycket av det som den offentliga debatten kring bolagskoden cirkulerat kring är de mest detaljerade reglerna kring exempelvis styrelseledamöters ålder, mandattid samt styrelsens storlek. Det tidigare kodförslaget innehöll även vad många ansåg vara rena självklarheter som inte förtjänade att införas i ett skriftligt regelverk. Därtill kommer att reglerna i viss mån överlappar andra regelverk, framförallt aktiebolagslagen och børsrätten. Gentemot denna typ av kritik har Kodgruppen varit relativt lyhörd, men vad gäller överlappningen finns komplikationer. Regelverket ska i någon utsträckning kunna läsas självständigt och inte endast vara ägnat åt att täcka brister i andra regelverk. Viss överlappning får därför tolereras enligt Kodgruppen. Frågan om det inte vore bättre med ordagranna citat och referenser än att återge gällande rätt. En återgivning som delvis skett andra ord än lagrummen, vilket skapar förvirring och tolkningsproblem. En kritik som redan formulerades av en av Kodgruppens ledamöter i ett särskilt yttrande i SOU 2004:46 är att den svenska koden för bolagsstyrning inte i tillräcklig grad ansluter till internationella koder och erfarenheter. Kodgruppen anser dock att ”en svensk kod måste utgå från svensk lagstiftning och bör beakta de särdrag i den svenska corporate governance-struktur som anses värdefulla att vidmakthålla.” Kodgruppens förhållningssätt har samtidigt varit att avvika så litet som möjligt från internationell standard. Kort sagt, åsikterna och viljorna har varit många; de regler som kvarstår präglas många gånger av kompromisser.

Kodgruppen är upplöst i och med att det slutliga betänkandet och kodtexten publicerades. Eftersom utvecklingen inom bolagsstyrning kommer att fortsätta, bl.a. genom initiativ i linje med EU:s handlingsplan, behöver även den svenska bolagskoden anpassas och utvecklas fortlöpande. FK drog upp riktlinjerna för det organ som långsiktigt ska förvalta regelverket. I formen av en ideell förening och under namnet *Kollegiet för svensk bolagsstyrning* är uppgifterna följande:¹³⁴

- ge råd om tillämpning och uttolkning av bolagskoden,
- hålla fortlöpande kontakt med bolagskodens användare och systematisk samla in, sammanställa och analysera erfarenheter av tillämpningen,
- utarbeta en årlig rapport över tillämpningen av bolagskoden,
- följa utvecklingen av bolagsstyrning i Sverige och internationellt i fråga om forskning och praktisk tillämpning och återföra ny kunskap till den fortsatta kodutvecklingen, och
- uppdatera bolagskoden och om så krävs utarbeta specialversioner för särskilda företagskategorier.

I förvaltningen ingår inte att övervaka företagens efterlevnad av bolagskodens regler. För börsbolagen som är det Stockholmsbörsen eller marknadsplatsens anordnare som övervakar och sanktionerar företagens följsamhet och förklaringar.

FK ansåg att det var viktigt att Kollegiet ska sättas samman av medlemmar som ger det legitimitet att besluta om bolagskodens innehåll samt trovärdighet ifråga om att vara självständiga och inte tillvarata särintressen. För att uppnå detta ska majoriteten av Kollegiets medlemmar vara från det privata näringslivet. Staten som Sveriges största företagsägare skulle vara medlem av föreningen. Kollegiet bildades 2005 i anslutning till bolagskodens

¹³⁴ SOU 2004:47 s 174.

ikraftträdande som ett institut med representanter för aktörer inom olika svenska ägarinstitutioner och självregleringsorgan, med Nordeas ordförande Hans Dahlborg som ordförande. En av debattfrågorna vid bildandet var om statens skulle få en representant i Kollegiets styrelse, vilket sedermera blev fallet. Kollegiet fick dock inte någon representant för ägargruppen stora familjeföretag. Bildandet av Kollegiet blev också startskottet för en omstrukturering av självregleringsorganen (se nedan).

7.3. Följsamhet eller förklaringar

Den viktigaste beståndsdel i regelverket torde vara principen ”följ eller förklara”, vilket är en direkt översättning av Cadbury-rapportens ”comply or explain”, vilket uttrycket regelverkets semi-dispositiva grund. Enligt Kodgruppen innebär principen att företag som tillämpar bolagskoden ”kan avvika från enskilda regler men då skall avge förklaringar där skälen till varje avvikelse redovisas.” Tillämpning av regelverket som sådant behöver med andra ord inte innebära att alla dess regler efterlevs. Det kan till och med vara så att det är påkallat att företag ska avvika från enskilda regler för att leva upp till en bra bolagsstyrning. ”Att tillämpa” bolagskoden är alltså snarast att aktivt ta ställning till hur företaget ska förhålla sig till bolagskodens olika regler och redovisa ställningstagandet.¹³⁵

Skälen till att regelverket gjorts semi-dispositiva är flera. Först och främst följer Kodgruppen den praxis som utvecklats bland flera utländska bolagskoder. Principen är etablerad av de brittiska reglerna för bolagsstyrning och återfinns i *Combined Code*. Principen har funnits alltsedan den första brittiska bolagskoden och motiveras av att reglerna ursprungligen utgör en kodifiering av god sed (”a code of best practice”).¹³⁶ Den goda seden kan utövas i ett specifikt företag eller tongivande företag men behöver inte vara seden hos alla eller ens de flesta. Företagen har därför möjlighet att upplysa om sin position i förhållande till bolagskoden genom att förklara där det inte följer dess regler. ”Följ eller förklara” är också den regleringsprincip som rekommenderas för bolagskoder av EU-kommissionen. Principen beskrivs i *Combined code* på följande sätt:

”...the intention being that companies should have a free hand to explain their governance policies in the light of the principles, including any special circumstances applying to them which have led to a particular approach... the company has either to confirm that it complies with the Code's provisions or – where it does not – to provide an explanation.”

Principen innebär enligt förespråkarna att reglerna kan sättas strängare än regler som stiftas i lag. Regelverket kan följaktligen användas för att skärpa företagens bolagsstyrning snarare än att enbart utgöra en kodifiering av gällande praxis. Kodgruppen uttrycker detta som att ambitionsnivån i bolagskoden kunnat läggas högre än om reglerna skulle vara tvingande. Tvingande regler måste enligt gruppen ligga på en nivå som är rimlig för alla företag. Detta är dock inte någon begränsning som lagstiftaren känns vid utan lagstiftning används ofta för att införa nya eller högre krav än de som härstammar från gemene mans rättsuppfattning. Vidare motiveras principen av att den ger utrymme för flexibilitet på ett område som är svårt att reglera eftersom alla företag är så pass olika. Bolagskoden ger bilden av den goda bolagsstyrningen på ett generellt plan, på företagsplanet kan dock finnas skäl att avvika från vissa regler. Kodgruppen är således medveten om att reglerna inte passar alla företag.

¹³⁵ Stockholmsbörsen, Missiv om regelförändringar, 3 juni 2005.

¹³⁶ Jfr Cadbury-rapporten pkt 1.3. The committee on the financial aspects of corporate governance, Report of 1 December 1992.

Principen bjuder in en flexibilitet i regelverket som dels gör det mer lättsmält för dess kritiker, dels gör det mer svårtolkats för dess påskyndare.

OECD formulerar ett viss mått av kritik mot bolagskoder som inte är effektivt sanktionerade och säger att frivilliga bolagskoder kan förbättra bolagsstyrningen, men samtidigt lämna aktieägare och intressenter i osäkerhet beträffande reglernas status och implementering.¹³⁷ För en bedömare blir det inte tillräckligt att gå till respektive lands bolagskod för att informera sig om reglerna för bolagsstyrning utan denne måste även inhämta information om hur reglerna efterlevs. OECD hävdar vidare att bolagskodernas status måste preciseras i termer av täckning, implementering, efterlevnad och sanktioner för att ge förtroende för marknaden. I Tyskland har man till exempel valt att låta bolagskoden garanteras genom lagstiftningen.¹³⁸

Kodgruppen lyfter fram två viktiga frågor för att principen ska kunna omsättas i praktiken. För det första, vilka krav ska ställas på förklaringar? Den andra frågan är, vem ska avgöra om dessa krav är uppfyllda? Det finns därutöver en tredje viktig fråga med praktisk relevans med koppling till de två tidigare, vad händer om kraven inte är uppfyllda? Det är också dessa tre frågor som upptog remissinstansernas intresse vid deras analys av principen.¹³⁹

Bolagskoden innehåller inga regler för hur avvikelser ska motiveras. Vad konstituerar en förklaring? Kodgruppen menar att det är styrelsen i det enskilda bolaget som ska ta ställning till detta, men säger samtidigt att det i vissa situationer kan vara svårt att ange en väl underbyggd motivering. En sådan situation kan vara när det är bolagsstämman som fattat beslutet som leder till avvikelsen utan att stämman redovisar skälen till styrelsen. Kodgruppen söker definiera *vem* som ska formulera förklaringarna medan frågan om *vad* som är en rimlig förklaring kvarstår obesvarad.

Enligt min mening bör rimliga förklaringar innehålla argument baserade på någondera av följande sex faktorer:

1. Praktiska tillfälligheter
2. Enskildheter i företags organisation och verksamhet
3. Aktieägarkretsens sammansättning
4. Ekonomiska resurser
5. Vägledande principer
6. Legal restriktioner

Att praktiska tillfälligheter i enstaka fall kan vara tillräckliga för att motivera avvikelser från reglerna är närmast naturligt. Detta gäller bl.a. de olika närvarokrav vid bolagsstämman som ställs på enskilda individer i de olika bolagsorganen (jfr 1.3.1 och 1.3.2). Skälen till frånvaro kan vara sjukdom eller familjeskäl. Ordinarie bolagsstämmor i företag sker ofta under samma perioder av året vilket kan kräva att personer ska vara närvarande på flera ställen samtidigt (här bör ändå höga krav ställas på företagets och funktionärernas koordinationsförmåga). Därtill uppkommer i affärslivet ofta extraordinära omständigheter vilka tvinga en enskild

¹³⁷ OECD Principles of corporate governance s 30.

¹³⁸ Kristiansson, Björn, *Europeiska koder för bolagsstyrning – vad innehåller de?*, i Skog, Rolf (red.), *En svensk kod för bolagsstyrning – vad är det för något och vad innebär den?*, Stockholm centre for commercial law, s 30.

¹³⁹ Se SOU 2004:130 s 8f.

ledamot att tillfälligtvis underlåta sina plikter enligt bolagskoden.¹⁴⁰ Att händelser av ”force majeure” karaktär kan tjäna som förklaring är inte heller orimligt. Det bör dock tilläggas att upprepade avvikelser från enskilda regler med denna motivering knappast kan accepteras utan bör föranleda åtgärder från ägarna eller företaget.

Det huvudsakliga skälet till att regelverket använder principen är att man vill ge stora frihetsgrader för företagen att tillämpa reglerna på ett sätt som är förenligt med specifika förhållanden i företaget eller företags bransch. Enskildheter i ett företag eller bransch kan således utgöra rimliga förklaringar till avvikelser från bolagskodens regler. Särskilt företagets storlek har ansetts vara ett godtagbart motiv. Ett annat vanligt motiv till avvikelse som många framfört är sammansättningen av enskilda företags aktieägarkrets. Det gäller bl.a. användningen av modern kommunikationsteknik för att genomföra bolagsstämman (jfr 1.2.1). Regelmakarna är själva medvetna om att det är kostsamt att efterleva bolagskodens regler till punkt och pricka. En godtagbar motivering till att avvika från vissa regler torde därför vara ekonomiska skäl eller annan bristande kapacitet i mindre bolag.

Bolagskodens vägledande principer torde kunna få praktisk relevans i förhållande till förklaringsinstitutet. De vägledande principerna kan i särpräglade fall bli motiveringar till kodavvikelse. En avvikelse framstår ju som motiverad om den syftar till att uppnå ett högre mål, dvs. god bolagsstyrning i förhållande till de vägledande principerna. Ett fiktivt exempel är att ett företag frångår reglerna om deltagande på distans (1.2.1) med motiveringen att företaget i ett specifikt fall vill ha så stor aktieägarnärvaro som möjligt för att skapa förutsättningar för utövandet av aktiv och ansvarstagande ägarroll inför ett beslut som kommer att påverka företagets verksamhetsföremål eller strategiska mål för lång tid framöver. Utrymmet härför torde dock vara relativt begränsat eftersom Kodgruppen ansett att reglerna just är i linje med de vägledande principerna. Att regelefterlevnad strider mot andra lagregler torde vara motiv till avvikelse från bolagskoden, t.ex. angivandet av enskilda aktieägars personuppgifter i samband med att kallelser och stämmoprotokoll publiceras på företagets webbsida i strid med reglerna i PUL. Ett annat motiv till avvikelse från bolagskodens regler kan vara att företaget följer en utländsk bolagskod, t.ex. pga. dubbla börsnoteringar.

Det bör generellt sägas att dessa förklaringsgrunder endast är giltiga i enstaka fall. Att återkommande hänvisa till samma förklaring till regelavvikelse är troligen inte tillfyllest utom vad gäller sådana omständigheter som inte kan förändras eller endast förändras med huvudmannens eller samhällets inflytande. Likaså är att det i normala fall endast enstaka regler som kan bortförklaras. En tillämpning av regelverket innebär att en övervägande majoritet av reglerna måste efterlevas och att vissa enskilda detaljer, eller i särpräglade fall hela regler, kan förbigås med en förklaring.

I den handledning till bolagskoden som Mannheimer Swartling Advokatbyrå på uppdrag av flera stora industriföretag utgivit finns flera exempel på förklaringar i anslutning till olika regler.

Tabell 6 Exempel till förklaringar för avvikelse från bolagskoden¹⁴¹

Regel	Förklarings exempel
1.3.1 Närvaro vid bolagsstämman	<i>Styrelsens ordförande XX närvarade ej vid den</i>

¹⁴⁰ Jfr MSA Handledning vid tillämpning av Svensk koden för bolagsstyrning, 2005.

¹⁴¹ Exempelen hämtade från MSA Handledning (i något förkortat utförande):

Regel	Förklarings exempel
	<i>ordinarie bolagsstämma den YY på grund av sjukdom /familjeskäl.</i>
2.1.2 Valberedningens sammansättning	<i>Styrelsens ordförande XX utsågs till ordförande i valberedningen. Bolagets huvudaktieägare YY, stor aktieägare i bolaget, har förklarat att bakgrunden till detta vara att styrelsens ordförande XX är mycket lämpad att på ett effektivt sätt leda valberedningens arbete för att uppnå bästa resultat för bolagets aktieägare.</i>
3.8.2 Revisionsutskottet	<i>Revisionsutskottets ledamöter har under [årtal] varit XX, YY och NN. Ordförande i revisionsutskottet har varit NN [, som också är styrelsens ordförande.] XX och YY är oberoende i förhållande till bolagets större ägare. Därutöver har också arbetstagarrepresentanten AA varit ledamot av utskottet.</i>

Möjligen kan man kritisera regelverket för att man inte renodlat principen, dvs. en tydligare åtskillnad mellan reglerna och principens möjlighet till avvikelser. Regeltextern innehåller i flertalet fall olika svepande lättnader, såsom "såvitt möjligt" (jfr t.ex. 1.3.1). I vissa fall pekar reglerna direkt på olika förklaringsgrunder som kan vara godtagbara, exempelvis "aktieägarkretsens sammansättning", "hänsyn till bolagets verksamhet" eller "ekonomiskt försvarbart". En stringent hållning till principen borde ge en tydlig regel utan vaga och svårtolkade undantag och samtidigt framhålla att företagen kan avstå från att följa varje enskild regel om detta är motiverat. Bolagskoden har inte konsekvent uppfyllt det första kravet, men väl det andra.

Den andra frågan av praktisk bäring är vem som ska bedöma om förklaringarna är rimliga. Ingen instans har utsetts för att godkänna eller underkänna företagens förklaringar. Kodgruppen förutsätter att marknaden ska avgöra om aktiemarknadsbolagens förklaringar är godtagbara eller inte. Marknaden förstås som investerare eller andra aktörer. Det är framförallt nuvarande och potentiella aktieägare samt deras rådgivare som har störst intresse av att företagen följer bolagskoden eller förklarar sina avvikelser på ett rimligt sätt. Remissinstanser och andra uttryckte oro för att det blir media som både tolkar och dömer ifall offentliga företag tillämpar bolagskoden. Vad gäller andra företag som frivilligt följer reglerna, till exempel kooperativa företag, är det organisationens formella principal som bedömer följsamhet och förklaringar.

Den viktigaste praktiska frågan för företagen är vilka konsekvenser bristande efterlevnad får. Det är först när företagens handlande kan få reella efterverkningar som handlingsmönster kan påverkas och förändras. I Kodgruppens första betänkande SOU 2004:47 framförs att företagen vid bristande efterlevnad eller ogrundade förklaringar framförallt riskerar att drabbas av negativ publicitet och förtroendeförlust på kapitalmarknaden. I det senare betänkandet har skrivningen om publicitet tonats ner, men istället sägs att förtroendeförlusten kan verka menligt på företagets värde. En värdeminskning för företagets aktier som drabbar innehavarna. Förtroendeförluster och värdeminskning är just de efterverkningar som 2000-talets företagsskandaler skapat, men konsekvenserna har alltid kommit för sent.

En kanske viktigare påföljd för företaget är hur överträdelser av regelverket bemöts av omgivande aktörer på kapitalmarknaden. Dessa kan i flagranta fall av överträdelse vara mindre benägna att göra affärer med företag som inte följer etablerade regler på marknaden. Ett företag med dåligt renommé riskerar att mötas av en ”kall hand” på marknaden, s.k. *cold shouldering*, och få svårt att utnyttja de oundgängliga mellanhänderna på kapitalmarknaden såsom värdepappersinstitut och rådgivare.¹⁴²

7.4. Bolagskodens disposition

Själva koden för bolagsstyrning, publicerad som bilaga 3 i betänkandet SOU 2004:130, är inte bara ett regelverk utan innehåller även delar som ger det sammanhang inom vilket bolagskoden ska verka. Bolagskoden består av tre delar: I Inledning, II Ägarroll och ägaransvar samt III Regler för bolagsstyrning. I den inledande delen presenterar Kodgruppen utgångspunkterna för sitt arbete och regelverket: syfte, vägledande principer, målgrupp, principen följ eller förklara, reglernas disposition samt särdrag i den svenska modellen för bolagsstyrning.

Del II om ägarrollen är kortfattad och betonar framförallt ägarnas roll i företagandet och marknadsekonomin. Kodgruppen anser att en mångfald av aktieägare främjar dynamiken i näringslivet. Två grupper av aktieägare har ett särskilt ansvar: kontrollägare och institutionella investerare. Stora aktieägare bör tillvarata sina möjligheter att utöva inflytande men inte missbruka sin ägarmakt till skada för företaget eller andra aktieägare. Även aktieägare med minoritetsrättigheter bör avstå från att bruka dessa på ett sätt som kan skada företaget. Institutionella investerare bör publicera en ägarpolicy för att upplysa marknaden om sin investeringsfilosofi och principer för röstning. De första två delarna av bolagskoden ingår inte formellt sett i de regler som företagen behöver efterleva även om de innehåller delar av bakgrunden för reglerna. Kodgruppen kritiserades för att den inte ställt högre krav på aktieägare, bl.a. institutionella investerare, och att de inte ställt jämbördiga krav på alla aktieägargrupper. Ägarrollsdelen är snarast en beskrivning av grundläggande förutsättningar för samhällsekonomin samt några självklara, tvingande eller redan etablerade regler i näringslivet.

Reglerna i bolagskoden avser de enskilda bolagsorganens organisation, arbetsformer och samspel samt rapportering i bolagsstyrningsfrågor. Reglerna är utformade som anvisningar till företaget, vilket innebär att de i princip är riktade mot styrelsen. Det finns även regler som uttryckligen är riktade till bolagsstämman, revisorerna och verkställande direktören. I normalfall ankommer det på styrelsen att avge rapporter och förklaringar i fråga om reglerna såsom beskrivits ovan.

Del III Regler för bolagsstyrning består av olika typer av text. De faktiska reglerna anges i normal stil och ofta med det modala hjälp verbet ”skall”. Även om detta ord kritiserats av vissa remissinstanser och ersättningen ”bör” föreslagits så har Kodgruppen hållit fast vid ordet. Trots reglernas kommenderande utformning så gäller principen följ eller förklara, som innebär att det finns möjlighet att avvika från reglerna med en förklaring. I anslutning till reglerna finns huvudavsnitt, och i vissa fall underavsnitt, som är tryckta i kursiv stil. Dessa kursiva avsnitt är inte regeltext och överträdelser behöver följaktligen inte förklaras. Skälen till att de kursiva avsnitten finns med är enligt Kodgruppen att ”översiktligt redovisa det

¹⁴² Munck, Johan, *En kod för bolagsstyrning – vad för slags normgivning är det?*, i Skog, Rolf (red.), *En svensk kod för bolagsstyrning – vad är det för något och vad innebär den?*, Stockholm centre for commercial law, Iustus förlag, 2005.

principiella synsätt på vilket de efterföljande reglerna är grundade”. Bolagskoden utnyttjar även fotnoter till vissa regler som inte heller utgör regeltext utan ska underlätta förståelsen av regeln.

7.5. Bolagskodens regler

Reglerna i bolagskoden följer i princip aktiebolagslagens uppdelning i bolagsorgan, med tillägg för ytterligare instanser för beredning av bolagsorganens beslut i vissa frågor. Reglernas olika kapitel har följdriktigt rubrikerna Bolagsstämma, Tillsättning av styrelse och revisor, Styrelse, Bolagsledning, Information om bolagsstyrning. De viktigaste områdena för bolagskoden är tillsättning, styrelsens sammansättning och arbete samt rapportering. Det tidigare kodförslaget innehöll ett kapitel om revisorer med tre regler om revisorns uppgifter, men kapitlet utmönstrades eftersom det rörde sig om få materiella regler och i viss mån upprepande gällande rätt. Några delar av dessa regler har inarbetats i bolagskodens regler om finansiell rapportering och internrevision.

Här presenteras bolagskodens regler i huvuddrag med betoning av de regler som innebär en nyordning i det interna bolagsstyrningssystemet eller i övrigt diskuterats i samband med tillkomsten av regelverket.¹⁴³

Bolagsstämman

Bolagskoden innehåller ett fåtal regler som kompletterar eller skärper ABL:s regler avseende kallelse, deltagande, närvaro och genomförande. Enligt ingressen till kapitlet skapar ett deltagande i form av närvaro, diskussion och beslutsfattande förutsättningar för ett aktivt ägarinflytande, varför reglerna är inriktade mot just dessa områden. Bolagskoden har dock allmänt ansetts ge uttryck för en omfördelning av makten från företagsledningen till bolagsstämman. Exempelvis ska styrelsens ordförande enligt koden väljas av stämman och inte av styrelsen själv i enlighet med ABL:s modell (jfr 3.4.1 och ABL 8:17). Enligt kritiker kommer reglerna att medföra att bolagsstämmorna kommer att ta mer tid och resurser i anspråk samt att frågor och diskussioner om företagets verksamhet får minskat utrymme.¹⁴⁴

Företag som följer bolagskoden har skärpta krav för kallelser till stämman. I samband med den tredje kvartalsrapporten ska styrelsen offentliggöra när och på vilken ort stämman ska hållas (1.1.1). Stämman ska hållas på orten där styrelsen har sitt säte enligt ABL 7:15. Det kan noteras att uppgiften enligt kodregeln inte behöver vara särskilt precis, information om lokal, klockslag m.m. kan dröja. Dessutom torde det vara möjligt att senare ändra ett offentliggjort stämmouppgifter med goda skäl.¹⁴⁵ Bestämmelsen syftar till att ge aktieägarna möjlighet att förbereda sig i tid inför stämman så att ägarinflytandet stärks.¹⁴⁶

I god tid före kallelsen ska styrelsen informera aktieägarna om deras rätt att få ett ärende behandlat på stämman och när en sådan begäran ska ha nått företaget för att kunna behandlas (1.1.2). En riktpunkt för när ett ärende ska ha inkommit till företaget är sju veckor för stämman (fem veckor vid en extraordinär stämma) enligt Mannheimer Swartlings handledning. Hanteringen av ärenden får därmed en tydligare process vilket kan underlätta för

¹⁴³ En mer fullständig genomgång regel-för-regel återfinns i Svernlöv, Carl, *Svensk kod för bolagsstyrning*, 2006 och Mannheimer Swartling *Handledning vid tillämpning av Svensk koden för bolagsstyrning*, 2005

¹⁴⁴ Skog, Rolf (red.) *En svensk kod för bolagsstyrning – vad är det för något och vad innebär den?*, Stockholm Centre for commercial law, 200.

¹⁴⁵ MSA Handledning.

¹⁴⁶ Svernlöv, Carl, *Svensk kod för bolagsstyrning*, 2006.

missnöjda aktieägare att initiera förändring. Det bör poängteras att det är styrelsen som står för företagets beredning av frågorna inför stämman, vilket innebär att reglerna snarast är riktade mot den. Det krävs dock att frågorna har en viss dignitet för att utgöra ett "ärende". Det krävs att stämman ska kunna fatta ett beslut i ärendet, dvs. att det utgör en numrerad punkt i dagordningen. Aktieägare kan vänta till bolagsstämman med att anföra förslag till beslut i ärenden och att begära information från företagsledningen.

Bolagskodens första kapitel innehåller även regler om närvaroplikt för bolagets funktionärer. Regeln 1.3.1 stadgar att en *beslutför styrelse* ska vara närvarande vid alla typer av bolagsstämmor. Detta krav är inte uttryckligen stadgat i ABL men det torde vara förutsatt i och med att vissa regler kräver bedömningar av om information i en viss fråga skadar bolaget eller inte. Vid ordinarie stämma (framförallt årsstämma) skärps kravet ytterligare till att hela styrelsen ska vara närvarande – såvitt möjligt. Regeln öppnar således för att det kan finnas praktiska tillfälligheter som innebär att enskilda styrelseledamöter kan ha laga förfall att utebli. Regeln lägger vidare en särskild närvaroplikt för *styrelseordföranden* och *verkställande direktören*. För dessa funktionärer finns inte uppmjukningen "såvitt möjligt". Därmed kan endast i verkliga undantagsfall bolagsstämma hållas om någon av dessa personer inte har möjlighet att närvara. Det är ju framförallt dessa två funktionärer som kan svara på aktieägarnas frågor beträffande styrelsens arbete och beslut samt förvaltningen av företaget. Enligt 2.2.5 ska *styrelsekandidater*, personer som föreslås av valberedningen att väljs in i styrelsen, närvara på stämman för att kunna presentera sig och svara på frågor från aktieägarna. Även om detta inte direkt uttrycks i form av en närvaroplikt torde reglerna i kap 2 förutsätta att *valberedningens ordförande* eller annan ledamot vara närvarande för att presentera sina förslag samt redogöra för sitt arbete. Även *andra personer ur företagsledningen* ska vara närvarande på stämman enligt 1.3.1 – i den mån det finns behov därav. Det torde exempelvis kunna röra sig om ekonomichef eller andra högre befattningshavare som kan svara på frågor om specifika spörsmål i dagordningen rörande företagets finanser, tillverkning, personal eller liknande. Det stadgas i 1.3.2 att i de fall beslut i en viss fråga förberetts i ett styrelseutskott så ska *ordförande eller ledamot i styrelseutskottet* vara närvarande för att redovisa och motivera utskottsförslaget till beslut. Företagets *revisor* har enligt ABL 9:40 rätt att närvara på stämma, men bolagskoden upphöjer rätten till en plikt. Minst en av företagets revisorer ska närvara vid ordinarie stämma enligt regeln 1.3.1. Även *revisorskandidat* som föreslås av valberedningen ska vara närvarande på stämman för att presentera sig och svara på frågor enligt 2.3.5.

Bolagskoden har även lyft fram själva stämmans funktionärer på ett nytt sätt. Stämmans funktionärer är dels stämмоordföranden, dels justeraren. Förslag till stämмоordförande ska lämnas av valberedningen och presenteras i kallelsen. Enligt det första kodförslaget förbjöds styrelseordföranden eller annan styrelseledamot att vara stämмоordförande eftersom detta ansågs utgöra en rollkonflikt. Enligt Kodgruppens uppfattning är en uppdelning mellan rollerna som avlämnare och mottagare av styrelsens redovisning av förvaltningsuppdraget i sig förtroendeskapande. Genom att istället kräva att valberedningen lämnar förslag till stämмоordförande har man lyckats undvika frågan som föranledde kritik från flera remissinstanser och stred mot gällande praxis. Regeln kompliceras av att ABL 7:40 stadgar att ordföranden röst vid lika röstetal måste tillkännage sin mening vilken då blir utslagsgivande. En neutral stämмоordförande överensstämmer därmed inte med ABL:s utformning som alltså ger stämмоordföranden viss makt ifråga om företagets förvaltning. Stämмоordförandens uppgifter är att hålla ordning på stämman och se till att formella krav uppfylls, vilket understryks av kodregeln 1.4.4. Stämмоordföranden är garanten för aktieägarnas möjlighet att utöva sin frågerätt. Regeln tillför inte någon nytt krav i förhållande till ABL, men den målar en bredare bild av stämмоordförandens roll än som enkom ceremonimästare. En nyhet är

dock regeln 1.4.2 som stadgar att till justerare vid stämma ska utses aktieägare som inte är styrelseledamot eller anställd i bolaget. Personerna får emellertid även vara ombud till aktieägare. Sammantaget visar reglerna om stämmans funktionärer att företagen i högre grad än tidigare tvingas att gå utanför den ordinarie kretsen av företagsfunktionärer för att kunna genomföra en stämma.

Bestämmelserna om genomförande i 1.4 visar även att det ställs högre krav på styrelse och företagsledning vad gäller att undersöka aktieägarkretsen. Flera av de praktiska bestämmelserna innebär i praktiken att företaget ska veta var aktieägarna befinner sig, vilka språk de talar, vilka tekniska hjälpmedel de har tillgängliga m.m. För att klara av denna uppgift krävs att aktieägarkretsens sammansättning analyseras närmare inför stämman. För att uppfylla kraven enligt reglerna krävs dock endast att en bedömning utifrån undersökningen utförts: är det på grundval av aktieägarkretsens sammansättning motiverat med tekniska hjälpmedel för deltagande på distans, är det motiverat med simultantolkning m.m.¹⁴⁷ Detta är ett steg i riktningen mot att inte bara se aktieägarkretsen som en homogen massa styrd av en identisk målsättning utan som en månghövdad principal med varierande behov och resurser.

Valberedning

En av de mest omdiskuterade frågorna i Kodgruppens förslag har varit reglerna kring valberedningen. Valberedningar har, med beteckningen nomineringskommitté, under de senaste åren blivit alltmer vanliga i svenska börsföretag. Som mycket annat, så har svenska företag och aktieägare inspirerats av utvecklingen i den angloamerikanska bolagsstyrningen. I den angloamerikanska företagsstrukturen består styrelsen i stor utsträckning av representanter för företagsledningen och det är styrelsen som nominerar kandidater till styrelsen. Därvid har nomineringskommittéer, som ett utskott till styrelsen, blivit lösningen för att skapa en styrelse med större oberoende gentemot företagsledningen. I Sverige infördes systemet med en särskild instans för rekrytering av styrelseledamöter och andra funktionärer i företaget, dock med förändringen att processen istället styrdes av ägarna. Valberedningen utses alltså antingen direkt av stämman eller av huvudaktieägarna.

Enligt Kodgruppen är reglerna kring valberedning i grunden en kodifiering av redan gällande praxis i Sverige. När systemet med valberedning först kom till uttryck som regeltext blev dock reaktionerna många. Även om de flesta remissinstanser accepterat valberedningen som institut befarade många att det skulle bli "ett femte bolagsorgan". Det hävdas att den roll valberedningen tilldelats i förhållande till andra bolagsorgan och de uppgifter valberedningen åläggs riskerar att förändra ansvarsfördelningarna för bolagsorganen. Förslaget uppfattades så genomgripande att det bör vara föremål för lagreglering snarare än självreglering. Kodgruppen anser dock att denna kritik är obefogad eftersom valberedningen endast fungerar i anslutning till vissa avgränsade frågor. Valberedningen utgör aktieägarnas beredningsorgan för bolagsstämmans beslut i nomineringsfrågor. Valberedningen ska uppfattas som ett uttryck för att tillsättningen av företagets funktionärer ska beredas genom en systematisk och öppen process under inflytande av aktieägarna. I denna ska alla aktieägare ha möjlighet att uttrycka sin uppfattning och lämna förslag.

Enligt kodregeln 2.1.1 ska företaget ha en valberedning som representerar företagets ägare. Det finns inte några bestämmelser kring vilka aktieägare som har rätt att ingå i valberedning, även om de 4 – 5 största innehaven diskuterats. Trots denna formulering avses som tidigare

¹⁴⁷ MSA Handledning s 16, 21 och 25.

omtalats att valberedningen är en instans under bolagsstämman, vilken har att efterleva det beslutande bolagsorganets instruktioner. Den ägarmakt som aktieägarna utövar genom stämman är underordnad bolagets bästa, detta torde även gälla representationen i valberedningen. I jämförelse med exempelvis styrelsen kan alltså inte valberedningen representeras av ledamöter som utses i annan ordning än av aktieägare, t.ex. av staten eller av intresseorganisationer. Valberedningen kan utses på olika sätt även om bolagskoden anger bolagsstämman som instrumental. Antingen utser stämman valberedningens ledamöter direkt eller så lämnar bolagsstämman direktiv hur ledamöterna ska utses. Om ledamöterna inte utses direkt så ska stämman ange enligt vilka kriterier valberedningens ordförande och ledamöter ska utses. Flera olika metoder kan tillämpas om valberedningen inte ska utses direkt av bolagsstämman. Ett alternativ är att ledamöterna utses i samråd mellan de största ägarna, ett annat är att styrelseordföranden sammankallar ägarrepresentanter till en valberedning.¹⁴⁸ Bolagsstämmans beslut om valberedningen ska även innehålla instruktioner om ersättande av ledamöter som i förtid avgår ur valberedningen.

Det anges inget särskilt förfarande för nominering av kandidater till valberedningen. Ett möjligt sätt är att valberedningen föreslår nästa valberedning. Det är i så fall lämpligt att stämman, i beslutet om valberedningen, ger valberedningen i uppdrag att förbereda även utseendet av nästa valberedning.¹⁴⁹ Valberedningens mandattid framgår inte heller av bolagskoden. Det är möjligen förutsatt att valberedningen har en mandatperiod om ett år så att ny valberedning tillsätts i samband med nästa stämma eller i annat fall då ny valberedning utses.

Valberedningens sammansättning ska i huvudsak utgöras av personer fria från kopplingar till både styrelse och företagsledning. Enligt 2.1.2 så får majoriteten inte utgöras av styrelseledamöter och en styrelseledamot får inte heller vara ordförande i valberedningen. Personer från företagsledningen är helt uteslutna från valberedningen. Valberedningen ska bestå av minst tre personer. I de fall flera av huvudägarnas ledamöter i den sittande styrelsen ska delta i valberedningen behöver denna dock bestå av fler än tre personer eftersom majoriteten av ledamöterna alltid ska bestå av personer utanför styrelsen.

Det finns inga regler om kompetenskriterier för ledamöterna i valberedningen. Som vi ska se har valberedningen flera och skiftande arbetsuppgifter, vilka kan vara väl så krävande i fråga om kunskaper om företagsledning, ekonomi och affärsmannaskap. Ett enda objektiva kriterium har smugit sig in i bolagskoden i form av en not till 2.1.2. Där sägs att i valberedningen inte bör ingå representanter för konkurrerande företag. Huvudaktieägarna eller de som utser valberedningen har alltså i stor utsträckning att efter eget skön välja ledamöter. Det viktigaste kriteriet är representativitet snarare än kompetens, vilket är ett avsteg från när det gäller för organen i aktiebolagsförvaltningen.

Valberedningen har flera arbetsuppgifter. Den ska bl.a. fullgöra följande centrala uppgifter:

- Föreslå ordförande vid ordinarie bolagsstämma (1.4.1),
- Föreslå styrelseordförande och styrelseledamöter (2.2.1),
- Föreslå styrelsearvode (2.2.1),
- Föreslå revisor (2.3.1), och

¹⁴⁸ MSA Handledning.

¹⁴⁹ MSA Handledning

- Föreslå arvodering av revisor (2.3.2).

Valberedningens uppgifter har renodlats betydligt efter mycket kritik mot kodförslaget SOU 2004:46. I det tidigare förslaget skulle valberedningen även bl.a. lämna förslag i frågor rörande utvärdering av styrelsens och revisorns arbete. Det torde vara dessa uppgifter som givit intrycket av att valberedningen utgjorde ett kontrollorgan i förhållande till styrelse och revisor och som hotade omvandla valberedningen till ett femte bolagsorgan. Reglerna mönstrades ut ur den gällande bolagskoden, men Kodgruppen anser att valberedningen som ett led i sitt arbete måste ”bilda sig en uppfattning om hur väl styrelsens sammansättning stämmer med de krav som ställs på bolaget liksom om styrelsens effektivitet när det gäller att fullgöra sina uppgifter”. Valberedningen ska därför använda styrelsens egen utvärdering av sitt arbete (jfr 3.1.2) som en del av sitt arbetsmaterial.

Valberedningens huvuduppgift framgår av 2.2.1. Den primära är att föreslå styrelseledamöter. I 2.2.2 lämnas riktlinjer för valberedningens arbete för att fullgöra sin huvuduppgift. Valberedningens arbete består av tre delar. Den första är att bedöma om den nuvarande styrelsen uppfyller de krav som ställs på styrelsen utifrån företagets läge och framtida inriktning. Kriterierna för styrelseledamöter ges i bolagskodens tredje kapitel. I detta arbetssteg ska valberedningen ta del av den årliga utvärdering av styrelsen som ombesörjts av styrelsen själv. Om styrelseledamöterna inte uppfyller dessa krav behöver valberedningen gå vidare i sin arbetsprocess. Den andra delen av arbetet är att fastställa kravprofiler för nya ledamöter. Kravprofilerna ska inriktas mot att fylla sådana brister som framkommit av bedömningen av nuvarande styrelse. Valberedningens arbete fortsätter med att, som ett tredje steg, genomföra en systematisk sökprocedur för att finna styrelsekandidater. Valberedningen ska i sökprocessen beakta förslag som inkommit från aktieägare. De tre delarna i valberedningens arbete utgör det beslutsunderlag som ska redovisas inför bolagsstämman: 1) bedömning av nuvarande styrelsens lämplighet, 2) kravprofil för nya ledamöter och 3) en systematisk sökprocedur.

Styrelsekandidaterna ska presenteras i kallelsen till stämma och på företagets webbsida. Kandidaterna ska presenteras med följande information enligt 2.2.3:

- ålder, utbildning och arbetslivserfarenhet,
- uppdrag i företaget och andra väsentliga uppdrag,
- aktieinnehav i företaget (inklusive andra finansiella instrument) genom eget innehav eller genom närstående fysisk eller juridisk person,
- antal år i styrelsen (vid omval), och
- andra uppgifter som kan vara av betydelse för bedömningen av kandidatens kompetens och oberoende.

Information om styrelsekandidater ska ingå i kallelsen också enligt ABL 7:24 och Stockholmsbörsens noteringsvtal, Bilaga 1 pkt 16. Om en kallelse innehåller förslag till nya styrelseledamöter ska den innehålla uppgifter om de föreslagna ledamöternas huvudsysselsättning och andra väsentliga styrelseuppdrag. Uppgifterna enligt bolagskoden går således utöver noteringsavtalets regler. Uppgifterna om styrelsekandidaterna som publiceras på företagets webbsida omfattas av PUL. Kandidaterna ska alltså ha lämnat sitt samtycke före publiceringen för att inte företaget ska kunna ställas till ansvar enligt lagen.

Även eventuella revisorskandidater ska presenteras. I anslutning till att kallelsen utfärdas ska sådana uppgifter publiceras som kan vara av betydelse för aktieägarnas bedömning av revisorns kompetens och oberoende, bl.a. omfattningen av revisorns tjänster till företaget utöver revision under de senaste tre åren, vilket år revisorns valdes och hur länge revisorn innehaft uppdraget.

Valberedningen har en viss skyldighet att informera om sitt arbete gentemot aktieägarkretsen och marknaden. Valberedningen ska kontakta styrelsen för att lämna en redogörelse för hur den bedrivit sitt arbete som ska publiceras på företagets webbsida enligt 2.2.3 och 2.3.3. En sådan redogörelse ska även lämnas på bolagsstämman enligt 2.2.4 och 2.3.4. Redogörelsen torde innebära redovisning av det underlag som använts vid valberedningens bedömningar och hur detta underlag värderats. På bolagsstämman ska dessutom valberedningen presentera och motivera sina förslag. Förslagen torde presenteras i form av de uppgifter som räknas upp i förteckningarna i 2.2.3 och 2.3.3. En "särskild motivering" ska ges om valberedningen inte föreslår någon förnyelse av styrelsen. Mannheimer Swartling har i sin handledning påpekat att bolagskoden i samband med reglerna om valberedningens kandidater ålagt företagen en informationsskyldighet men inte reglerat hur du ska få tillgång till informationen – instruktioner till valberedningen från stämman bör således innefatta kommunikationen mellan valberedningen och företagets funktionärer.

I anslutning till detta är det lämpligt att beröra sekretess och informationshantering. Valberedningen torde kunna begära in känslig information från styrelse och företagsledningen för att kunna avgöra bolagets läge och framtida inriktning, även om detta inte uttryckligen framgår av bolagskoden. Att valberedningens ledamöter ingår någon form av sekretessförbindelse i förhållande till bolaget torde därför vara naturligt. Valberedningen torde typiskt sett hantera information som är av insiderkaraktär, dvs. opublicerad kurspåverkande information, vilket medför att insiderstrafflagens regler typiskt sett blir tillämpliga för valberedningens ledamöter. Eftersom valberedningen är tänkt att utgöras av ägarrepresentanter kan aktieägarnas förändring av sina innehav försvåras under perioden de är involverade i valberedningsarbetet.¹⁵⁰

Två grundfrågeställningar kring valberedningen får avrunda diskussionen om den nya institutet: "Vilket ansvar har valberedningen för sina rekommendationer om styrelse och revisorskandidater?" samt "Hur ska valberedningen ersättas för sitt arbete?"

Den första frågan kan bli praktiskt relevant när en föreslagen och tillsatt styrelse inte riktigt håller måttet, t.ex. att den inte är kompetent nog att hantera de utmaningar som företaget ställt inför. Enligt Kodgruppen syftar införandet av valberedningen inte i något avseende till att ansvarsstrukturen i det svenska bolagsstyrningssystemet förändras. Valberedningen är inte ett bolagsorgan och *bereder* endast frågor inför beslut av bolagsstämman. Ansvaret för beslutet har den som fattar beslutet. Många debattörer hade svårt att se konkreta situationer där en valberedning skulle vara skadeståndskyldig.¹⁵¹ Det är dock inte orimligt att tänka sig att ett syssломannauppdrag som utförts bristfälligt kan leda till att skadeståndsanspråk framställs, även om sambanden mellan underlaget, beslutet och skadorna givetvis blir svåra att vederlägga.

I fråga om ersättning är inte svaret lika entydigt från Kodgruppen. Kodgruppens mening är att den ägare som tillsatt en representant svarar för dennes ersättning. Eventuella

¹⁵⁰ SOU 2004:130 s 28.

¹⁵¹ Jfr Skog, Rolf (red), En svensk kod för bolagsstyrning, 2005.

styrelseledamöter som ingår i valberedningen ska inte erhålla särskild ersättning för valberedningsarbetet. Vad gäller andra typer av ledamöter tvekar Kodgruppen och anser att detta bör regleras i lag. En något märklig ordning skulle då framträda eftersom lagstiftaren i så fall skulle reglera en fråga som berör ett självregleringsinstitut. Det finns flera skäl till tveksamheterna kring ersättningen till valberedningen. Det huvudsakliga argumentet mot ersättning från företaget är att det kan strida mot ABL:s regler om kapitalanvändning. Enligt detta resonemang är kostnaden för valberedningens arbete inte en kostnad som kan hänföras till förvaltningen av företagets angelägenheter utan något som sker för en specifik aktieägars räkning. Det skulle därmed vara frågan om en värdeöverföring från företaget till ägaren om arbetet avlönades. Motargumentet är dock: valberedningen tillsätts av bolagsstämman och utför arbete för stämmans räkning vilket borde innebära att kostnaden för arbetet ska belasta företaget.¹⁵² Med inrättandet av valberedningen åsyftas att denna ska arbeta i hela företagets intresse, trots att den består av representanter för olika ägare.

Valberedningen uppfyller en grundläggande uppgift för företaget. En ordnad *funktionärsförsörjning*, dvs. det inflöde av personer som är nödvändiga för att förverkliga företagets lagstadgade organisation och förvaltning. Det behövs fysiska personer som kan tjänstgöra i företagets olika organ och funktioner. Kostnaderna för detta arbete är uppenbart kostnader för företagets fortbestånd och ska därför kunna ersättas direkt av företaget. Med inrättandet av valberedningen försöker bolagskoden komma till rätta med det problem inom agentteorin som kallas selektionsrisk, dvs. riskerna med att till agenter rekryteras personer som inte duger till arbetet eller lurar principalen. Tillkomsten av valberedningen anses följdriktigt som en av kärnpunkterna i utvecklingen av den moderna bolagsstyrningen.¹⁵³

Sammantaget är ståndpunkterna i frågorna om ansvar och ersättning är otillfredsställande. Ett uppdrag utan ansvar och ersättning är regelsmässigt ett uppdrag som ger dåligt resultat.

Eftersom valberedningen är en ny del av bolagsstyrningen i aktiebolag och inte regleras av ABL kan det behövas ytterligare regler och instruktioner för att vägleda den i sitt arbete. Reglerna i bolagskoden är relativt kortfattade och kan behöva kompletteras med fler detaljer. Stämman har möjlighet att utfärda mer detaljerade instruktioner i samband med sitt beslut om tillsättning av valberedningen. Sådana instruktioner bör bl.a. reglera att valberedningen ska vidarebefordra information till företaget så att denna kan fullgöra sin informationsplikt gentemot aktieägarkretsen och marknaden.

I kodreglernas kapitel 2 innehåller även två något malplacerade regler om arvoderingen av styrelsen. Reglerna riktar sig inte direkt till valberedningen utan till bolagsstämman, de berör dels beslutskompetens, dels riktlinjer för arvodering. 2.2.6 stadgar att bolagsstämman ska besluta om arvode, vilket inte torde skilja från vad som gäller enligt ABL. Reglerna kring ersättning är föremål för lagstiftning.¹⁵⁴ I 2.2.7 förbjuds styrelseledamöter att delta i incitamentsprogram riktade till bolagsledningen eller andra anställda. Styrelsen kan dock under vissa förutsättningar omfattas av ett skräddarsytt incitamentsprogram som bara riktas till dem. Den s.k. Leo-lagen som inarbetats i ABL (16 kap. ABL) reglerar emissioner av värdepapper till ledande befattningshavare och närstående. Bolagsstämmans beslut om sådana program måste fattas av en kvalificerad majoritet. I sitt uttalande 2002:1 har AMN uppställt vissa regler kring incitamentsprogram.

¹⁵² Se t.ex. Beyer, Claes i Skog, Rolf (red.) En svensk bolagsstyrning, 2005.

¹⁵³ SOU 2004:130 s 28.

¹⁵⁴ Se ABL 8:23a, prop 2005/06:186. Jfr nedan.

Styrelse

Bolagskoden mest omfattande reglering är inriktad på styrelsen. Det första kodförslaget fick mycket kritik för reglerna kring styrelsen och styrelsearbetet vilka ansågs alltför detaljerade och långtgående. Även om reglerna minskats i SOU 2004:130 är de fortfarande detaljerade och i flera fall nyheter i förhållande till gällande svenska regler på området.

Bolagskoden beskriver inledningsvis styrelsens roll och uppgifter. Reglerna ska läsas mot bakgrund av ABL 8:4: styrelsen svarar för företagets organisation och förvaltning så att bokföring, medelsförvaltning och ekonomiska förhållanden i övrigt kontrolleras. Enligt ingressen till bolagskodens 3.1 är ”styrelsens övergripande uppgift att för ägarnas räkning förvalta bolagets angelägenheter på sådant sätt att ägarnas intresse av långsiktigt god kapitalavkastning tillgodoses på bästa möjliga sätt.”

Kodgruppen har ansett det viktigt att formulera mer detaljerade regler om styrelsens arbetsuppgifter. Reglerna fick dock kritik för att de skulle verka uttömmande och att styrelserna skulle begränsa sitt arbete till att bara uppfylla bolagskodens krav. Kodgruppen har därför renodlat sina regler om styrelsens arbetsuppgifter till en enda regel 3.1.1 vilken ställer upp några uppgifter som styrelsen ska ägna särskild omsorg åt:

- fastställa de övergripande målen för bolagets verksamhet och besluta om bolagets strategi för att nå målen,
- fortlöpande utvärdera bolagets operativa ledning och vid behov tillsätta eller entlediga verkställande direktör,
- se till att det finns effektiva system för uppföljning och kontroll av bolagets verksamhet och ekonomiska ställning mot de fastställda målen,
- se till att bolagets externa informationsgivning präglas av öppenhet och saklighet samt hög relevans för de målgrupper den riktar sig till,
- se till att det finns en tillfredsställande kontroll av bolagets efterlevnad av lagar och andra regler som gäller för bolagets verksamhet, samt
- se till att erforderliga etiska riktlinjer fastställs för bolagets uppträdande.

Enligt Svernlöv kan de tre inledande uppgifterna anses följa direkt av ABL. Regeln i punkt 4 om informationsgivning torde garanteras av bokförings-, redovisnings- och börsregler. Den femte uppgiften om efterlevnad av lagar faller normalt inom verkställande direktörens förvaltningsområde.¹⁵⁵ I punkt 6 finns krav på etiska riktlinjer, vilket inte är något som direkt kan härledas ur lagstiftningen utan snarast är en fråga som faller inom företagets sociala ansvar. Frågan ligger utanför bolagsstyrning i en begränsad betydelse. Denna typ av riktlinjer, s.k. etiska uppförandekoder (”codes of conduct”), får allt större relevans för förtroendet för enskilda företag och näringslivet i stort.

Till styrelsens uppgifter kommer även uppgiften att föranstalta en utvärdering av sitt eget arbete. Regeln i 3.1.2 öppnar för att utvärderingen kan ske internt inom styrelsen eller med anlitande av en extern uppdragstagare. Den årliga utvärderingen ska kommuniceras till

¹⁵⁵ MSA Handledning s 44.

valberedningen genom ordförandens försorg (jfr 3.4.4). Kodgruppen har valt att inte ange några närmare instruktioner för hur utvärderingen ska gå till och olika typer av utvärdering borde därmed vara acceptabla.

Det är säkerligen inte avsett att bolagskoden ska innebära någon nyordning av styrelsens roll eller uppgifter. Samtidig är det tydligt att styrelser som efterlever bolagskoden ska se till den långsiktiga förvaltningen av bolagets angelägenheter framför det kortsiktiga vinstintresset. Aktiebolagslagen gör inte någon sådan distinktion. Reglerna framhåller att styrelsen uppfyller sin uppgift ”för bolagets ägare”, snarare än en roll för att utöva sitt uppdrag under lagen som inkluderar både hänsyn till borgenärer, anställda och andra intressegrupper. Ambitionen att göra bolagskoden heltäckande och därmed med egna ord återge styrelsens roll och arbetsuppgifter riskerar att ge upphov till tolkningsproblem. Bilden är dock inte helt entydig eftersom styrelsens uppgifter även innehåller uppgifter utanför bolagsstyrningsområdet. ABL:s lakoniska stadganden har förtjänsten att de inte utesluter någon uppgift eller intressegrupp samtidigt som den håller styrelsen ansvarig för företagets handlingar.

Ytterligare regler som delvis överlappar gällande praxis för styrelser är reglerna om styrelsens storlek och sammansättning. Enligt ABL 8:9 - 12 är följande personer obehöriga att inneha ett styrelseuppdrag: minderåriga, personer satta i konkurs, personer satta under förvaltning enligt föräldrabalken samt personer med näringsförbud. Detta gäller även personer ”som inte avser att ta del i sådan verksamhet som enligt denna lag ankommer på styrelsen”, dvs. s.k. målvakter. Minst hälften av ledamöterna ska dessutom vara bosatta inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet (EES).

Bolagskodens regler väljer att utgå från företagets behov när det beskriver styrelseledamöternas egenskaper. Regeln 3.2.1 riktar sig närmast mot valberedningen och anger en generell kravspecifikation för styrelsekandidater. Det grundläggande för styrelsen är att den ska överensstämja med företagets verksamhet, utvecklingsskede och förhållanden i övrigt. Det är alltså viktigt att först förstå företagets position och riktning, därefter kan man planera vilka styrelseledamöter som behövs för att sköta detta. Enligt regeln ska styrelsen präglas av mångsidighet och bredd avseende ledamöternas kompetens, erfarenhet och bakgrund. Exempelvis en styrelse av bara ingenjörer med erfarenhet begränsad till ett och samma företag torde inte uppfylla detta kriterium. Ledamöterna ska istället komplettera varandra. Enligt det första kodförslaget skulle varje ledamot ha kapacitet att självständigt göra bedömningar av styrelsens frågor. Kodgruppen åsyftade inte att frångå styrelsens kollektiva arbetsform utan snarast att förstärka styrelseledamöternas ansvar, men efter kritik från remissinstanserna slopades denna del av regeln.

Regel 3.2.1 inkluderar även en formulering kring könsfördelning i styrelser: ”En jämn könsfördelning i styrelsen skall eftersträvas.” Regeln är ett tydligt eko från den debatt om snedrekrytering till företagets styrelser som pågått under senare år. Men även från ett neutralt perspektiv måste formuleringen kritiseras för att vara svag intill obetydlig. Att misslyckas med att ”eftersträva” något måste anses som mycket svårt och kan endast täcka in uppenbara missförhållanden av närmast brottslig karaktär. Verbet eftersträva används inte på något annat ställe i bolagskoden, vilket är förklarligt eftersom principen följ eller förklara gör hela regelverket dispositivt. Tekniskt sett hade det vore lämpligare att inordna frågan om kön under den ”mångsidighetskatalog” som ska prägla bolagsstyrelsen enligt regelns första mening. Troligen kommer företagen ändå att beakta jämställdhetsfrågan i sina redogörelser för bolagsstyrningen men det är inte pga. denna regel.

Av materiell karaktär är dock de viktiga reglerna om styrelseledamöternas oberoende. Kodgruppen har definierat oberoendet i två typer: oberoende gentemot bolaget och bolagsledningen (typ 1) och oberoende gentemot större aktieägare (typ 2). Oberoende typ 1 överensstämmer med den form av oberoende som regleras i många andra bolagskoder utomlands. I särskilt de angloamerikanska företagen är oberoende typ 1 ett problem där "executive directors", dvs. styrelseledamöter med även en operativ roll i företagsledningen, ofta tillåts fylla styrelser. I Sverige och kontinentaleuropeiska länder är problemet snarast att styrelseledamöter valt som representanter för större aktieägare och inte självständigt agera för företagets bästa. Därför reglerar bolagskoden två typer av oberoende.

Oberoende typ 1: Oberoende gentemot bolaget och bolagsledningen

Enligt regeln 3.2.3 för högst en person från bolagsledningen vara styrelseledamot. Det behöver inte vara verkställande direktören men detta torde vara normalfallet. Denna tar ofta rollen av föredragande gentemot styrelsen. VD har dock rätt att närvara och yttra sig vid styrelsemöte enligt ABL (8:19). Majoriteten av de bolagsstämmovalda ledamöterna ska istället vara oberoende gentemot bolaget och bolagsledningen enligt 3.2.4. Oberoende definieras enligt en utförlig checklista. Oberoende styrelseledamot får inte uppfylla något av följande kriterier, i förhållande till företag (i förkortat skick):

- verkställande direktör under de senaste fem åren,
- anställd under de senaste tre åren,
- uppdragstagare,
- omfattande affärsförbindelser eller andra ekonomiska mellanhavanden,
- delägare eller anställd hos revisorn,
- företagsledare i annat företag som har styrelseledamot i företagsledningen,
- styrelseledamot i mer än tolv år, eller
- släkting till person i ovanstående punkter.

Som Svernlöv påpekar innehåller ABL regler om revisors oberoende i förhållande till företaget, men inte om styrelseledamöternas, detta är m.a.o. en viktig princip för svensk bolagsstyrning. Regler om styrelseledamöters självständiga ställning gentemot företag har tidigare funnits i Stockholmsbörsens noteringsavtal och ska nu redovisas i bolagsstyrningsdelen på företagets webbsida.¹⁵⁶

Oberoende typ 2: Oberoende gentemot större aktieägare

Minst två av de bolagsstämmovalda ledamöter som är oberoende enligt oberoende typ 1 ska även vara oberoende mot större aktieägare i företaget enligt regeln 3.2.5. Större aktieägare är i grundfallet de ägare som direkt eller indirekt kontrollerar 10 procent eller mer av aktierna eller rösterna i företaget. Denna oberoendegrund är mer anpassad till den svenska ägarstrukturen där vi har en stor andel starka kontrollägare. Ett alternativ som diskuteras av Kodgruppen är att kräva att minoritetsaktieägare på något sätt ska representeras i styrelsen,

¹⁵⁶ Stockholmsbörsen, Noteringsavtal Bilaga 1, pkt 5.

men eftersom ABL stadgar att samtliga ledamöter ska se till samtliga aktieägares intressen har detta inte ansetts nödvändigt.

Kodgruppen fick troligen mest kritik för reglerna kring styrelsens storlek och ledamöternas ålder, kanske för att dessa regler var alltför konkreta och lättbegripliga för att passera obemärkt. På båda områdena har Kodgruppen böjt sig för kritiken. I kodförslaget begränsades antalet bolagsstämmovalda styrelseledamöter till nio personer.¹⁵⁷ Denna kvantifiering av styrelsens storlek har ersatts med en kvalitativt inriktad regel i 3.2.2. Antalet styrelseledamöter kan påverka utvecklingen av effektiva arbetsformer och i relation till detta ska antalet ledamöter hållas nere.

Kodgruppens recept för att skapa förnyelse var ursprungligen att kräva en särskild motivering för omval av ledamöter som suttit i styrelsen i mer än åtta eller var över 70 år.¹⁵⁸ Reglerna stötte dock på stort motstånd, både i den allmänna debatten och från remissinstanserna. I den gällande regeln 3.2.6 stadgas endast att styrelseledamot ska utses för ett år i taget. I ABL 8:13 begränsas också mandattiden för ett styrelseuppdrag till ett år. Längre uppdragstid ska anges i bolagsordningen.

När en ledamot väl är vald har bolagskoden regler kring deras ställning och engagemang i avsnitt 3.3. En del av det historiska problemet med bolagsstyrningen är att styrelseuppdrag betraktats som ett hedersuppdrag, mer eller mindre utan arbetsplikt. Följaktligen har det varit möjligt för enskilda personer att delta i många styrelser, även på hög nivå i näringslivet. Utan att specifikt ange hur många uppdrag en individ får inneha försöker bolagskoden begränsa antalet uppdrag genom regeln i 3.3.1. Styrelseledamoten måste ha möjlighet att ägna styrelseuppdraget tillräcklig tid och omsorg utan att hindras av andra uppdrag. Regeln berör alltså inte bara styrelseuppdrag. En liknande, om än indirekt, regel finns i ABL 8:48 som ger stämмоordföranden i uppgift att informera hur många uppdrag i andra företag en ledamot har före val av bolagsstämman. Detta är även viktigt för att aktieägarna ska kunna bedöma eventuella intressekonflikter.

En av de svåraste frågorna för styrelseledamöterna är att genomföra sitt uppdrag med en balans mellan, å ena sidan, respekt för företagsledningens och övriga styrelseledamöters kunskap och, å andra sidan, en självtillit och integritet i sina ställningstaganden. Detta är inte något som kan beivras annat än i extrema fall som får avgöras med jävsregler och skadestånd. Kodgruppen har dock valt att införa en regel i 3.3.2 som dels ställer ett krav på integritet, dels aktivitet för styrelseledamöter i deras arbete. Till detta kommer 3.3.2 som stadgar att ledamöterna ska skaffa sig kunskap om företaget de är satta att förvalta. Reglerna innebär knappast inte någon utveckling av ABL:s krav utan får snarast ses som en överlappning och tillskrivas Kodgruppens vilja att skapa ett heltäckande regelverk.

Av större intresse är reglerna om styrelseordföranden i avsnitt 3.4 som ytterligare utvecklar styrelseordförandens särställning i svensk aktiebolagsrätt. Den viktigaste nyordningen är att styrelseordföranden väljs direkt av bolagsstämman enligt 3.4.1, istället för genom ett val inom styrelsen för att enligt ordningen i ABL 8:17. Styrelsen kan dock tillsätta en ordförande om den bolagsstämmovalda ordföranden lämnar sitt uppdrag.

¹⁵⁷ SOU 2004:46 regel 3.2.4.

¹⁵⁸ SOU 2004:48 regel 3.2.7 s 30.

Bolagskoden går ytterligare ett steg i särskiljandet mellan rollerna styrelseordföranden och verkställande direktören. ABL innehåller numera en regel som stadgar att styrelseordföranden inte samtidigt kan vara verkställande direktör i publika bolag (ABL 8:49). I bolagskoden skärps frågan ytterligare något genom att om verkställande direktör föreslås till ny styrelseordförande av valberedningen så ska förslaget särskilt motiveras (3.4.2). Regeln stadgar således inte att arrangemanget inte är tillåtet – förfarandet är relativt vanligt bland börsbolag – och företaget vid bristande efterlevnad i vanlig ordning kan förklara sitt beslut. Regler har återigen en annorlunda utformning jämfört med övriga kodregler och måste troligen tolkas som ett svagare påbud i jämförelse med bolagskoden i allmänhet.

Bolagskoden försöker även begränsa rollkonflikterna mellan verkställande direktören och en styrelseordförande som arbetar i företaget. En arbetande styrelseordförande får inte överta uppgifter från den verkställande direktören rörande den löpande förvaltningen (3.4.3). Vad gäller styrelseordförandes uppgifter i anslutning till styrelsearbetet ställer 3.4.4 upp en lista på de uppgifter som särskilt åligger styrelseordförande, bl.a.:

- organisera och leda styrelsens arbete, t.ex. att se till att styrelsen erhåller tillfredsställande beslutsunderlag
- se till att styrelseledamöterna har tillräcklig kunskap om företaget och att styrelsen utvärderas årligen
- fungera som ett nav i informationsutbytet mellan ägare – styrelse – företagsledning
- kontrollera verkställigheten av styrelsens beslut

Styrelseordförandens uppgifter enligt lag är att leda styrelsens arbete och bevaka att den fullgör sina uppgifter (ABL 8:17). Den första delen av de legala skyldigheterna återfinns och preciseras i kodregeln men övervakningen av styrelsen är inte lika direkt uttryckt. Kodregeln skärper, eller åtminstone preciserar, styrelseordförandens uppgifter. Enligt förarbetena till gällande rätt har styrelseordföranden ett ansvar för bolagets organisation och verksamhet som går längre än övriga styrelseledamöter.¹⁵⁹ Bilden av att styrelseordföranden får en tyngre och mer komplicerad roll i företaget förstärks ytterligare. Styrelseordföranden har dels rollen som organisatör av styrelsen, dels kommunikationskanal mellan de olika bolagsorganen och även utanför det interna bolagsstyrningssystemet. Därtill kommer att styrelseordföranden enligt bolagskoden ska väljas av bolagsstämman och inte internt av och bland styrelsens medlemmar.

Enligt 3.5.5 ska styrelse biträddas av en styrelsesekreterare som inte är ledamot av styrelsen. Enligt det tidigare kodförslaget hade styrelsesekreteraren bl.a. i uppgift ”att svara för att styrelsearbetet bedrivs på ett korrekt sätt”.¹⁶⁰ Regeln mjukades upp eftersom det är ordföranden och styrelsen som har ansvaret för att arbetet bedrivs i enlighet med ABL och andra regler.

Styrelsens arbetsuppgifter blir alltmer omfattande och specialiserade vilket kräver en utveckling av arbetsorganisationen. Enligt kodregeln 3.5.2 kan styrelsen inrätta särskilda *styrelseutskott* för att bereda ärenden inom avgränsade områden. Möjligheten ges även i ABL 8:7 där styrelsen ska ange arbetsfördelningen mellan styrelsen och ”organen”. Bolagskoden

¹⁵⁹ Prop. 1997:98:99 s 219.

¹⁶⁰ Se kritik av Persson, Eva, *Styrelse och VD – vad innebär koden?*, i Skog, Rolf (red.) *En svensk kod för bolagsstyrning – vad är det för något och vad innebär den?*, Stockholm centre for commercial law, 2005 s 70.

har dock valt att använda termen ”utskott” för att inte sammanblanda med ABL:s fyra s.k. bolagsorgan. Styrelseutskotten är liksom valberedningen framförallt beredande institutioner, dvs. ingen överflyttning av ansvar åsyftas i normalfallet. Styrelsen kan dock delegera viss beslutanderätt till utskotten, men detta får inte leda till att styrelsen förlorar överblicken och kontrollen över verksamheten eller att informationen till styrelsen försämras (3.5.2). Framförallt två utskott har ansetts så centrala att de föreskrivs av bolagskoden: revisionsutskottet och ersättningsutskottet.

Revisionsutskottet ska bestå av minst tre styrelseledamöter enligt 3.8.2. Det är framförallt ledamöter som är oberoende gentemot företaget som är aktuella för utskottsarbete, därutöver ska minst en ledamot vara oberoende gentemot större aktieägare. Företagsledningen får inte vara ledamot av utskottet eftersom utskottets främsta syfte är att styrelsen ska ha en självständig kommunikation med företagets revisorer. Mannheimer Swartling påpekar en särskild komplikation i förhållande till arbetstagarrepresentanter. Enligt 13 § i lagen om styrelserepresentation för privatanställda har en arbetstagarrepresentant rätt att delta i överläggningar i beredning av styrelsens ärenden, även i utskottsform. Arbetstagarrepresentanten är inte oberoende i förhållande till företaget vilket strider mot revisionsutskottet. Revisionsutskottsarbete ställer särskilda krav på ledamöternas kompetens eftersom frågor av finansiellt och redovisningsmässigt avancerad karaktär kan behöva behandlas. Vissa remissinstanser ställde krav på att på att ledamöterna i viss utsträckning skulle vara ”finansiella experter”, ett krav som Kodgruppen ansåg överflödigt. Enligt Kodgruppen har cirka en tredjedel av svenska börsbolag redan inrättat revisionsutskott.¹⁶¹ Revisionsutskottet har bl.a. följande arbetsuppgifter:

- bereda styrelsens kvalitetssäkring av den finansiella rapporteringen
- löpande träffa revisorn och informera sig om revisionens inriktning och omfattning
- utvärdera revisionsinsatsen och kommunicera med valberedningen

Ersättningsutskottet ska bestå av ledamöter som är oberoende i förhållande till företaget. Utskottet har till uppgift att bereda frågor om ersättning och andra anställningsvillkor för företagsledningen. Utskottet tar fram det förslag som styrelsen presenterar för bolagsstämman. Styrelsens förslag ska ange principer för ersättning och andra anställningsvillkor som enligt 4.2.2 ska innefatta:

- Förhållandet mellan fast och rörlig ersättning samt sambandet mellan prestation och ersättning,
- huvudsakliga villkor för icke-monetära förmåner, pension, uppsägning och avgångsvederlag, samt
- kretsen av befattningshavare som omfattas.

En av styrelsens viktigaste uppgifter, som också fått särskilt utrymme i bolagskoden, är att utöva finansiell kontroll över företagsledningen och ha det övergripande ansvaret över den finansiella rapporteringen. Frågan behandlas av bolagskoden i avsnitten 3.6 Finansiell rapportering, 3.7 Intern kontroll och internrevision samt 3.8 Arbete med redovisnings- och revisionsfrågor.

¹⁶¹ SOU 2004:130 s 44.

En fråga som blivit särskild omdiskuterad är om företagets befattningshavare, och i så fall vilka, ska underteckna en försäkran att årsredovisningen är upprättad i överensstämmelse med god redovisningssed och uppgifterna i övrigt är korrekta och fullständiga. Regeln infördes först i det amerikanska regelverket SOX, vilket inspirerat omvärlden till efterföljd. Denna regel finns nu även i det svenska regelverket i 3.6.2 bolagskoden. Styrelsen och den verkställande direktören ska skriftligen avlägga en riktighetsförsäkran. I kodförslaget inkluderades även finansdirektören bland personerna som skulle avlägga sådan försäkran vilket dock föranledde kritik och slopades. Redan enligt lag, ÅRL 2:7, ska samtliga styrelseledamöter och verkställande direktör underteckna årsredovisningen. En särskild försäkran av detta slag anses vara ”fullständigt överflödigt” i svensk rätt.¹⁶² Införandet får istället tillskrivas influenser från utländska bolagskoder och ett förekommande av en obligatorisk regel i EU:s s.k. öppenhetsdirektiv.

Den interna kontrollen av företagets räkenskaper och förvaltning är i övervägande fall en del av den funktion som på ett eller annat sätt inte fallerat i samband med skandalerna som lagt grunden till den moderna bolagsstyrningen. Ansvar för detta är tydligt placerat i styrelsens händer; enligt ABL 8:4 ska styrelsen se till att företagets ”organisation är utformad så att bokföringen, medelsförvaltningen och bolagets ekonomiska förhållanden i övrigt kontrolleras på ett betryggande sätt”. Bolagskoden understryker detta i 3.7.1. Enligt Mannheimer Swartling torde detta innebära att styrelsens interna kontroll måste formaliseras på ett sätt som inte förutsätts av ABL. Utvecklingen av en praxis för intern kontroll faller särskilt på näringslivet. Så har exempelvis skett internationellt genom COSO¹⁶³ och Turnbull Guidance.¹⁶⁴ Enligt 3.7.2 bolagskoden ska styrelsen avge en rapport om hur den interna kontrollen av den finansiella rapporteringen är organiserad och hur den fungerar. Rapporten ska granskas av företagets revisorer. Bolagskoden ställer inte krav på att företagen ska inrätta en särskild intern granskningsfunktion (s.k. internrevision), men enligt 3.7.3 ska styrelsen varje år särskilt utvärdera behovet av en sådan funktion och motivera sitt ställningstagande.¹⁶⁵ Kodgruppen intention torde vara att bolagskoden ska verka pådrivande för att internrevision införs i åtminstone de större företagen.¹⁶⁶

Bolagsledning

Bolagskoden innehåller även regler om ledningen i kapitel 4, vilket innehåller ett avsnitt om verkställande direktören uppgifter och ett om ersättning till företagsledningen. Reglerna riktar sig dock som bolagskoden i övrigt till styrelsen och anger strukturen för deras förhållande till ledningen i vissa specifika frågor.

Att notera är att verkställande direktören åläggs ett självständigt ansvar för att styrelsen ska få ett sakligt, utförligt och relevant informationsunderlag så att styrelsen ska kunna fatta väl underbyggda beslut och att styrelsen informeras om utvecklingen av verksamheten. Regeln

¹⁶² Svernlöv, Carl, *En svensk kod för bolagsstyrning*, 2006.

¹⁶³ Committee of the sponsoring organizations of the Treadway commission (COSO) en amerikansk frivillig organisation med syfte att förbättra den finansiella rapporteringens kvalitet bl.a. genom att ta fram regler och metoder för intern kontroll.

¹⁶⁴ Guidande on internal control (”Turnbull Guidance”) är en del av den brittiska Combined Code och inriktad mot att precisera kontrollkraven i den brittiska bolagskoden.

¹⁶⁵ Genom ett uttalande 2005 har Kollegiet för svensk bolagsstyrning godkänt att styrelsen inte intygar att den interna kontrollen varit effektiv och denna inte granskas av revisorn. Detta till följd av redovisningsförändringar och utarbetande av riktlinjer för revisorns granskning.

¹⁶⁶ Reglerna har visat sig svåra för företagen varför Kollegiet för svensk bolagsstyrning meddelat en tillämpningsanvisning 6 september 2006 med en uppmjukning av reglerna.

ges i 4.1.1. Även om ansvaret för detta i första rummet åligger styrelsen och då särskilt styrelseordföranden (jfr bl.a. ABL 8:21) så är praxis snarare i enlighet med kodregeln. Kodgruppen har velat understryka den synnerligen viktiga roll verkställande direktören har för att styrelsearbetet ska kunna bedrivas effektivt.

Bolagsstyrningsrapport

Ett viktigt nytt dokument från företagen som tillämpar bolagskoden är den ”bolagsstyrningsrapport” som ska fogas till företagets årsredovisning. Reglerna om rapporten tillhandahålls i kapitel 5 Information om bolagsstyrning. Rapporten behöver inte granskas av revisor.

En viktig punkt i rapporten är beskrivningen av hur företaget tillämpat bolagskoden och särskilt hur avvikelser från bolagskodens regler. Företagen ska ange vilka regler de avvikit från och skälen till varje avvikelse ska tydligt redovisas enligt 5.1.2. Informationen i rapporten ska även återges på företagets webbsidor.

Rapporten ska bl.a. följande uppgifter lämna, om de inte framgår av årsredovisningen (5.1.4. bolagskoden):

- Redogörelse för valberedningens arbete och organisation,
- Uppgifter om styrelseledamöter, revisor och verkställande direktör
- Redogörelse för styrelsens arbete och organisation m.m.
- Redogörelse för styrelseutskottens arbete, organisation och beslutanderätt
- Uppgift om principer för ersättning och anställningsvillkor för bolagsledning
- Uppgift om incitamentsprogram för styrelse och bolagsledning

Kodförslaget 2004:46 innehöll även regler om revisorer. Reglerna innehöll dock endast ett fåtal materiella regler och kapitlet fick utgå i den reviderade bolagskoden. Vissa av reglerna inarbetades i bolagskodens andra kapitel. Bl.a. innehåller bolagskoden en regel 3.6.3 om att företagets halvårs- eller niomånadersrapport ska granskas översiktligt av revisorn.

Huvudpunkter

- Bolagskoden är ett nytt sätt att reglera frågor som ligger nära aktiebolagsrättsliga spörsmål; den är en form av samreglering mellan staten och näringslivet.
- Bolagskodens grundläggande princip är ”följ eller förklara”. Den innebär att företagen ha möjlighet att avvika från reglerna, men de ska då uttryckligen förklara skälen till avvikelsen.
- Bolagskoden implementerades den 1 juli 2005 genom att inkorporeras i Stockholmsbörsens regelverk.
- Bolagskoden ska till att börja med tillämpas av samtliga svenska företag på A-listan och företag på O-listan med ett marknadsvärde över 3 miljarder kronor. Tillämpning ska successivt utvidgas.

- Bolagskoden har blivit kritiserad för att vara alltför detaljrik och kostsam för företagen.
 - Bolagskoden innehåller regler om bolagsstämma, valberedning, styrelse, bolagsledning och bolagsstyrningsrapport.
 - Några av de viktigaste reglerna i bolagskoden är reglerna om organisationen och arbetet i tre nya institutioner: valberedningen, revisionsutskottet och ersättningsutskottet.
-

Kapitlet beskriver bilden av ett system av normer som har inflytande på företagens ställning och aktörernas agerande i bolagsstyrningen. Flera olika regelverk utanför bolagsrätten har betydelse i bolagsstyrningen, bl.a. värdepappersrätt, skatterätt, straffrätt m.m.

8. ANDRA NORMER SOM PÅVERKAR BOLAGSSTYRNINGEN

Framförallt lagstiftningen rörande värdepappersmarknaden har många implikationer för bolagsstyrningen av stora företag som kompletterar aktiebolagslagen. Dessa regler syftar i stort till att upprätthålla allmänhetens förtroende för kapitalmarknaden och säkerställa att marknaden fungerar effektivt. Regelverken rör bl.a. handeln med värdepapper, de finansiella mellanhändernas organisation samt informationsgivning till aktörerna på marknaden.

I viss mån har debatten kring bolagsstyrning kommit att handla om vem som är bäst skickad att dra upp riktlinjerna för den erforderliga nyordningen av företagens bolagsstyrning. Ska näringslivet åtnjuta förtroendet och förmånen att skapa sina egna regler eller behöver staten tillgripa lagstiftning och myndighetsdirektiv? Ofta har debatten förts som en fråga om kompetens men den har även en tydlig politisk dimension. Statens vilja att reglera de svenska storföretagen och ägaretablissemangen har traditionellt sett varit stark men i stor utsträckning begränsad genom ett historiskt samförstånd mellan regeringen och näringslivet. I samband med den skandalartade utvecklingen i början av 2000-talet såg sig dock regeringen nödsakad att göra något, att visa handlingskraft genom att tillsätta en utredning vilken ledde fram till bolagskoden.

Bortsett från bolagsrätten och värdepappersrätten finns många olika rättsområden som i olika utsträckning påverkar bolagsstyrningen i företagen. Förmögenhetsrätten i sin helhet får antas ha inverkan på bolagsstyrningen även om lagstiftningen inte tydligt adresserar bolagsstyrningsfrågor. Reglerna påverkar aktieägarna, företagen och andra intressenters förhållningssätt till kontroll och styrning. Avtalsrätt och köprätt är grundpelare för kommersiella aktörers sätt att förhålla sig till varandra. I detta avsnitt ska några få av dessa kompletterande rättsområden beröras, bl.a. värdepappersrätt, skatterätt, redovisningsrätt och straffrätt.

Det finns även möjlighet för bolagsstyrningens aktörer att bilateralt avtala med företagen om ett visst uppförande – antingen aktivt eftersträva vissa aktiviteter och finansiell ställning eller genom att förbinda sig att inte vidta vissa åtgärder. Till denna kategori av normer kan fogas de unilaterala utfästelser som institutionella aktieägare publicerar om eget agerande i bolagsstyrningsfrågor.

8.1. Självregleringen och dess organisatörer

De aktörer som organiserar aktiehandel har varit intresserade och mycket aktiva i att skapa normer för aktiviteterna hos aktiemarknadsbolag för att stärka förtroendet för aktiemarknaden. Staten har också varit djupt involverad i att skapa det regelverk som ska säkerställa att aktiehandeln genomförs på ett hederligt och effektivt sätt. Aktiehandeln bör omfattas av ett

allmänt förtroende eftersom den är en viktig del av samhällets och näringslivets kapitalförsörjning.¹⁶⁷ Regelverket kan delas in i tre grupper: lag, myndighetsföreskrifter och självreglering.

Självregleringen är den privata regelbildning och tillkomst av råd och rekommendationer som sker vid sidan av lagstiftning och myndighetsutövning. Aktiemarknadskommittén valde termen börsetik för att beteckna det skrivna och oskrivna normsystemet vid sidan av lagstiftningen som syftar till att påverka olika parter på värdepappersmarknaden.¹⁶⁸ Uttrycket visar bl.a. att reglerna inte alltid är en form som kan fordras av alla aktörer utan i vissa fall kan vara ett varierat krav på uppträdande och undvikande av förtroendskadliga aktiviteter. Självregleringen kallas ibland självsanering vilket tycks syfta på att marknadsaktörerna själva ska identifiera och avvisa parter, bl.a. genom prissättningen på deras tjänster eller värdepapper, som inte uppträder förtroendeingivande. Begreppet är mycket vitt och kan innefatta både sanktionerade regler från organisationer med ett statligt mandat och företagsinterna riktlinjer som publicerats i förtroendeskapande. Detta avsnitt ska försöka ge en bild av självregleringen och dess organisatörer.

Fördelar och nackdelar med självreglering

Enligt förespråkarna har självregleringen många fördelar jämfört med lagstiftning.¹⁶⁹ Att normbildning genom självreglering kan vara snabbare och mer följsam inom ett område som präglas av hög utvecklingstakt är ett av argumenten. Lagreglering är ju både till sin form och till sin funktion ett normredskap som skyndar långsamt. Ett annat argument för självreglering är att normgivningen lämnas till dem som dels är specialister inom de olika områdena, dels är direkt berörda av normerna. Detta argument visar liten tilltro till lagstiftningsarbetet, som både anlitar experter och använder sig av remissinstanser. Ett argument för självreglering är också att de kan vara mer detaljerade på de områden det behövs istället för att vara allmänt hållna trubbiga regler som är svåra att uttolka. Kostnaden för att tillämpa regler som är precisa sägs också vara lägre eftersom företagen tillåts anpassa reglerna till sin egen verksamhet. Ett argument som ofta framfördes i arbetet med bolagskoden är självregleraren kan ställa högre krav är lagstiftaren eftersom man kan välja bland lättare sanktioner i s.k. mjuk reglering (*soft law*).

Argumenten mot självreglering är också bärkraftiga. Det främsta argumentet är att lagstiftning är den mest legitima normprodukten i samhället, särskilt jämfört med att de aktörer som har allt att vinna på att snedvrider reglerna inbjuds i processen. Inom ett område där förtroende är av så avgörande vikt är detta argument träffande, samtidigt som skraddarsydda regler har en stor inneboende legitimitet. En lagreglering kan bli mer effektiv eftersom statens sanktionsmöjligheter och verktyg är bättre än de som kan bli aktuella inom självregleringen. Ytterligare argument för lagreglering är att denna normbildningsform har följer konstitutionen och kraven på rättsäkerhet vilket kan vara viktig särskilt i förhållande till internationella aktörer och organisationer.

¹⁶⁷ Jansson, Per-Ola, *Regelbildning på värdepappersmarknaden*, Juristförlaget 1995.

¹⁶⁸ SOU 1989:72 *Värdepappersmarknaden i framtiden*.

¹⁶⁹ Se bl.a. Jansson, Per-Ola, *Regelbildningen på värdepappersmarknaden*, Juristförlaget, 1995 och Kågerman, Pontus, *Värdepappersmarknadens regelsystem – lagreglering, självreglering och etik*, Norstedts juridik, 2001.

I sin årsrapport sätter Kollegiet för bolagsstyrning upp följande synpunkter på relationen mellan olika typer av reglering:¹⁷⁰

- Lagstiftningen bör inte underminera självregleringen
- Nordisk samordning av bolagskoder
- Undvik onödig detaljstyrning

Resultatet av argumenten för och emot självreglering blir en samverkan mellan olika former av regleringsformer. En lämplig arbetsfördelning mellan lagreglering och självreglering är att lagarna sätter ramar och självregleringen bidrar med detaljreglering och tekniska lösningar. Båda formerna av normbildning fordras för att förtroende och funktion på värdepappersmarknaden ska säkerställas. Risker med systemet är att reglerna hotar bli många, komplexa och överlappande. De flesta börsföretag och finansiella intermediärer har i många fall fått anställa en eller flera *compliance officers* (normsäkringsansvariga), vilka bl.a. har till uppgift att säkerställa normefterlevnaden, utöva intern kontroll och utbilda övrig personal om normerna som berör företaget. Kostnaderna för normsäkringen kan på sikt bli en väsentlig transaktionskostnad som försvårar marknadens effektivitet. Tendensen är särskilt tydlig hos de internationella revisionsbyråerna efter skandalen kring den globala revisionsfirman Arthur Andersen som var djup involverad i Enron-skandalen.

Självregleringens organisation

Självregleringen är en samlingsbeteckning av en ganska brokig skara av regelmakare och regelverk. Självregleringen i Sverige har nyligen omorganiserats och med regelutvecklingen på området, framförallt på grund av initiativ EU, är denna inte helt given i framtiden. Detta avsnitt beskriver några av de centrala organisationerna och deras områden.

Det nya huvudorganet är den nybildade Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden. Syftet med omorganisationen är att möta ökade krav på överskådlighet och effektivitet samt att åstadkomma en långsiktigt stabil organisation och finansiering.¹⁷¹ Självregleringsorganen har funnits tidigare, men nu organiserats med en ny paraplyorganisation. Startskottet till omorganisationen var bildandet av Kollegiet för svensk bolagsstyrning med uppgift att förvalta bolagskoden i enlighet med Förtroendekommissionens betänkande.

¹⁷⁰ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Årsrapport 2006.

¹⁷¹ Svensk Näringsliv, *Ny organisation samlar självregleringen – Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden*, pressmeddelande den 8:e november 2005.

Figur 11 Självregleringens organ och principaler



Föreningen för god sed på aktiemarknaden har 10 principaler med stark anknytning till näringslivet. Staten har hållits utanför organisationen men har ändå visst inflytande, bl.a. genom sitt ägande i OMX som äger Stockholmsbörsen. Dessutom har staten tillsatt en av styrelseledamöterna i Kollegiet för svensk bolagsstyrning. Nedan följer en översikt över några av självregleringens organ och principaler.

Tabell 7 Självregleringsorganen

Organisation	Syfte	Grundat	Regler (urval)
AMN	Verkar för god sed på den aktiemarknaden genom uttalanden, rådgivning och information.	1986	• Uttalanden, rådgivning och information i anslutning till NBK:s regler
NBK	Verkar för god sed på aktiemarknaden genom att ge ut regler.	1968	• Takeoverreglerna • Flagningsreglerna
Övervakningspanelen ¹⁷²	Övervakar att svenska börsföretag, , upprättar finansiella rapporter i enlighet med lag och andra normer.	2003	• Prövar ärenden som direkt förelagts panelen eller på annat sätt uppmärksammats.
Kollegiet för svensk bolagsstyrning	Främja och utveckla bolagskoden på grundval av erfarenheterna av dess praktiska tillämpning och den	2005	• Utarbetar årligen en rapport över svensk bolagsstyrning och gör ändringar av

¹⁷² Panelen för övervakning av finansiell rapportering.

Organisation	Syfte	Grundat	Regler (urval)
	fortsatta utvecklingen inom bolagsstyrningen.		bolagskoden om nödvändigt
Redovisningsrådet och Akutgruppen	Främja en högtstående ekonomisk rapportering från börsnoterade företag.	1989	• Koncernredovisning • Intresseföretag • Immateriella tillgångar • Utformning av finansiella rapporter

Den tongivande normgivaren vad gäller företagens och ägarnas uppförande har hittills framförallt varit AMN och NBK. I stort har arbetsfördelningen mellan organen varit att NBK utfärdat regler och AMN prövat om börsföretagens tillämpning varit korrekt. Av NBK:s flertal regelverk finns nu bara två delvis ännu gällande vilka är de s.k. takeoverreglerna, regler om offentligt erbjudande om aktieförvärv och de s.k. flaggningsreglerna, regler rörande offentliggörande av förvärv och överlåtelse av aktier m.m. Regelverken har i viss omfattning ersatts av lagreglering vilket gör att NBK i framtiden spelar en mindre betydande roll i självregleringen. AMN däremot har fortsatt en framträdande roll. Organet bildades efter förebild av det brittiska självregleringsorganet *Panel on takeovers and mergers*. AMN:s uttalanden har en vägledande funktion för aktörerna på aktiemarknaderna. Uttalanden görs på eget initiativ av nämnden eller på framställning av någon aktör.

AMN har bl.a. gjort uttalanden inom följande områden:¹⁷³

- Offentliga erbjudanden om aktieförvärv
- Erbjudandeplikt
- Emissioner
- Incitamentsprogram
- Förvärv och överlåtelse av egna aktier
- Överlåtelse av tillgångar till närstående
- Marknadsintroduktioner
- Insiderfrågor
- Fusioner

Ett organ som ligger utanför Föreningen för god sed på aktiemarknaden som ändå kan inräknas i självregleringsorganen är *Sveriges finansanalytikers förening, SFF*: Föreningen består av fysiska medlemmar som arbetar med finansiell analys. Föreningen verkar bl.a. för en hög etisk standard hos svenska finansanalytiker, att höja kvaliteten på beslutsunderlag och information för att därigenom förbättra marknadsplatsernas effektivitet och funktion. Föreningen ger ut bl.a. rekommendationer om nyckeltalsberäkningar och företagsvärdering.

Bland självregleringens organisatörer framstår Stockholmsbörsen som en central normgivare. Sedan 1993 finns inte monopol på börshandel vilket inneburit tillkomst av ytterligare en börs (NGM, Nordic growth market) och en auktoriserad marknadsplats (Aktietorget). Organiserad handel med finansiella instrument regleras av lag (1992:534) om börs och clearingverksamhet

¹⁷³ Jfr www.amn.se (2006-08-01).

(LBC). Enligt LBC 2:1 och 7:1 ska börser och auktoriserade marknadsplatser driva verksamheten på sådant sätt att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte otillbörligen äventyras. De ska bl.a. tillämpa principen om god genomlysning, som innebär att börsmedlemmarna får en snabb, samtidig och korrekt information om handeln och att allmänheten får tillfälle att ta del av sådan information.

Stockholmsbörsen är ett aktiebolag som ägs av det börsnoterade företaget OMX och som i sin tur har Investor, staten och institutionella ägare som stora aktieägare. Stockholmsbörsen syftar till att skapa förutsättningar för en ändamålsenlig börshandel, säkerställa att bolagen har de resurser som krävs för att kunna förse aktiemarknaden med information samt att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. För att uppnå dessa syften ställer Stockholmsbörsen upp olika regler för de noterade företagen, viktigast är noteringskraven och noteringsavtalet. De noterade företagen är således bundna till det börsrättsliga regelverket genom avtal med Stockholmsbörsen. Detta innebär att en stor del av det börsrättsliga regelverket endast binder de börsnoterade företagen och börsmedlemmarna. Flera viktiga aktieägargrupper och intressenter faller således utanför kretsen som är skyldiga att följa regelverket, t.ex. utländska aktieägare och uppköpsföretag. I de flesta fall värnar dock även dessa aktörer om sitt renommé och utnyttjandet av de etablerade mellanhänderna på värdepappersmarknaden vilket medför att de följer reglerna självmant.

Sedan 1999 ska börser ha en disciplinnämnd enligt lag (LBC 4:8) med uppgift att handlägga ärenden om medlemmars och emittenters överträdelse av de regler som gäller vid börser. Disciplinnämnden för Stockholmsbörsen kan tilldela varning, vite (maximalt 15 årsavgifter) och i allvarliga fall avnotering.¹⁷⁴ I mildare fall kan Stockholmsbörsens meddela skriftlig kritik. En typ av påtryckning är att placera ett värdepapper på en observationslista. En annan observationsnotering är tillfällig, högst sex månader, och uppmärksammar aktiehandlare på att någon osäkerhet råder kring värdepappret t.ex. genomgripande förändringar av verksamheten eller överträdelse av noteringsavtalet eller börsregler.

8.2. Information om företag, aktieägare och annat

Ett centralt regelkomplex för bolagsstyrningen är det som syftar till att information kring företagen och emitterade värdepapper samt kring aktieägare och förändring av aktieägarande ska spridas snabbt och effektivt. Information och offentlighet kring transaktionerna på värdepappersmarknaden är grunden till förtroendet för att aktiesystemet fungerar. Många av skandalerna bottnar i sen eller falsk information och mörkläggning kring företags, aktieägars och mellanhänders agerande. Bolagsstyrningen uppfattas ofta som ett ökat krav på offentlighet kring företagets styrning och aktieägarnas inflytande, s.k. transparens. I detta avsnitt presenteras reglerna om informationsgivning i två delar: redovisningsrättsliga regler och börsrättsliga informationsregler.

Redovisningsrättsliga regler

Aktiehandeln är ytterst baserad på information om och kring företagen. Aktieägare och andra intressenter måste ha tillförlitlig och aktuell information om bl.a. verksamhetens lönsamhet, finansiella ställning och utveckling för att kunna bedöma sin avkastning och risk i förhållande till företaget och nödvändigheten av bolagsstyrningsaktiviteter. Värderingen av företagets

¹⁷⁴ 4 pkt Stockholmsbörsen noteringsavtal den 1 juli 2006.

aktier grundar sig i många fall på en värdering av fundamentala finansiella faktorer i företagets bokföring och redovisning.

Framförallt har de ökande informationskraven på företagen rört finansiell information. Inom redovisnings- och revisionslagstiftningen regleras framtagandet och kvalitetssäkringen av den finansiella informationen. Lagregleringen är ändå en mindre del av redovisningsrätten som till stor del baseras på rekommendationer som utarbetas av olika organisationer.

De två viktigaste lagarna på området är bokföringslagen (BFL) och årsredovisningslagen (ÅRL). BFL reglerar hur informationen ska skapas, presenteras och bevaras. BFL bestämmer vilka subjekt som är bokföringsskyldiga, vilket gäller i princip alla juridiska personer med vissa undantag (BFL 2:1). Bokföringsskyldigheten innebär bl.a. löpande bokföring av alla affärshändelser, säkerställande av verifikationer för affärshändelserna, bevarande av räkenskapsmaterialet i tio år. Aktiebolag och många andra juridiska personer ska dessutom avsluta sin bokföring med en årsredovisning. I ÅRL finns bestämmelser om upprättande och offentliggörande av de finansiella rapporterna årsredovisning, koncernredovisning och delårsrapport. En årsredovisning består av balansräkning, resultaträkning, noter, förvaltningsberättelse och i vissa fall även en finansieringsanalys (ÅRL 2:1). Årsredovisningen innehåller bestämmelser kring uppställningsformer för de finansiella rapporternas delar, värderingsregler rörande olika bokföringsposter samt upplysningar kring kompletterande faktorer såsom löner, sjukfrånvaro och könsfördelning. Årsredovisningen är en källa till mycket information kring företaget som i grunden är rättsligt bestämd och rör rättsliga förhållanden. Det är det grundläggande dokumentet för aktieägare och andra intressenter i deras vilja att bedöma sina transaktioner och styrningsaktiviteter.

Båda lagarna hänvisar till god redovisningssed som övergripande norm för bokföringen och redovisning (BFL 4:2 och ÅRL 2:2). Mycket av lagstiftningen kan också ses som en kodifiering av tidigare praxis även om EG-direktiv fått ökat inflytande.¹⁷⁵ Traditionellt har revisionsorganisationerna varit involverade i utvecklingen och kodifieringen av redovisningspraxis. I Sverige har föreningen FAR SRS (som består av auktoriserade och godkända revisorer) varit en motor men arbetet har övertagits av Redovisningsrådet, som är ett av självregleringens organ. Redovisningsrådets arbete har dock minskat i betydelse eftersom redovisningen är starkt internationaliserad och påverkas i avgörande utsträckning av internationella konventioner och praxis. De mest framträdande exemplen på internationella konventioner är de äldre rekommendationerna IAS (International accounting standards) och de nya IFRS (International financial reporting standards).

Vad gäller tillsynen av börsföretagens finansiella rapporter utför idag självregleringsorganet Övervakningspanelen ett sådant arbete. Enligt en ny departementsskrivelse från Finansdepartementet ska dock FI vara ytterst ansvarig för denna tillsyn i framtiden.¹⁷⁶ Nyordningen baserar sig på det EG-rättsliga s.k. öppenhetsdirektivet.¹⁷⁷ Nyordningen föreslås träda ikraft 1 januari 2007.

¹⁷⁵ Edenhammar, Hans och Thorell, Per, Företagens redovisning – att förstå årsredovisningar, uppl. 5, Iustus förlag, 2005.

¹⁷⁶ Ds 2006:6 Informationskrav i noterade företag m.m.

¹⁷⁷ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG.

Börsrättsliga informationsregler

Det börsrättsliga regelverket är till en del inriktat mot att säkerställa att finansiell information kring företagen publiceras utan är främst inriktad mot andra företeelser som kan påverka marknads syn och värdering av företagen. Här behandlas bl.a. reglerna om s.k. flaggning, Stockholmsbörsen informationskrav och marknadsmissbruk.

Flaggning innebär att en aktieägare som ackumulerar aktier (och vissa andra värdepapper) i ett börsnoterat företag så att det överskrider olika gränsvåer är skyldig att anmäla detta för offentlig publicering. Det handlar således om att större aktieägare ska redovisa sina innehav och transaktioner. Reglerna finns både i självreglering, lagstiftning och EG-direktiv. NBK:s flaggningsregler påkallar flaggning vid varje transaktion som uppnår, överskrider eller minskar i förhållande till gränserna fem procent av andelen röster i ett företag samt varje procenttal som är jämnt delbart med fem upp till 90 % (II avd.1 pkt NBK:s flaggningsregler). Transaktionerna gäller inte bara aktier utan även icke standardiserade optioner. Offentliggörandet ska ske senast kl. 9 nästföljande börsdag till minst en etablerad nyhetsbyrå och en rikstäckande tidning. NBK:s regler är i flera avseende strängare än de flaggningsregler som ställs upp i lag (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF). Enlig LHF 4:1 ska en aktieägare som uppnår eller passerar någon av gränserna 10, 33.3, 50 och 66.6 % av andelen röster i ett företag anmäla detta till företaget samt börsen eller marknadsplatsen. Anmälan ska ske inom nio dagar. Mottagarna av anmälan ska sedan offentliggöra uppgifterna. Om transaktionen rör ett företag inom EES-området ska anmälan ske till FI. Reglerna kan dock komma att skärpas för att överensstämja med öppenhetsdirektivet enligt Finansdepartementet och i samband med detta kan även NBK:s regler komma att upphävas.¹⁷⁸

Reglerna om flaggning kompletteras av offentliggörande av aktieinnehaven hos personer med särskild insynsställning. 3 § lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument räknar upp personer med insynsställning, bl.a. styrelseledamöter, verkställande direktör, ledande befattningshavare, revisor, aktieägare med över 10 % av aktierna eller rösterna i företaget. Det gäller även innehav som ägs av närstående fysiska eller juridiska personer. Den med insynsställning ska anmäla innehav och ändring av detta till FI. Inspektionen ska föra ett särskilt insynsregister över uppgifterna. Lagen ställer även krav på att börsföretagen ska föra ett register över personer med tillgång till insiderinformation (10a § anmälningsskyldighetslagen). Avgiften för att inte anmäla innehav kan bli dyrbar eftersom den beräknas som 10 % av vederlaget för aktierna.

Stockholmsbörsens noteringsavtals första punkt ställer krav på de noterade företagens information till börsen och aktiemarknaden. *Börsens informationskrav* har till syfte att säkerställa snabb, samtidig, korrekt, relevant och tillförlitlig information till aktiemarknadens aktörer. Information som ”i inte oväsentlig grad är ägnad att påverka värderingen” av börsföretagens aktier får i princip bara lämnas ut genom offentliggörande (Stockholmsbörsens noteringsavtal 1 bilaga 1 pkt). Informationsgivning av kurspåverkande information till utomstående utan samtidigt offentliggörande (s.k. selektiv informationsgivning) får ske i undantagsfall, bl.a. nyemissioner, företagsbesiktning vid uppköpserbjudande och kreditvärdering. Viss information ska omedelbart offentliggöras, exempelvis bokslutskommunikéer, delårsrapporter, emissioner, förändringar i företagsledningen, transaktioner med närstående, köp och försäljning av företag samt i övrigt beslut eller händelser som i icke oväsentlig grad är ägnad att påverka den bild av bolagets situation som

¹⁷⁸ Se Finansdepartementets skrivelse Ds 2006:6 Informationskrav i noterade företag m.m.

skapats av tidigare offentliggjord information eller på annat sätt påverka värderingen. Annan information ska meddelas till börser, exempelvis erinran av revisor, offentligt uppköpserbjudande och prognosjusteringar.

Ett särskilt regelkomplex som också genomgått stora förändringar är reglerna om s.k. *insiderhandel*. Förbuden mot insiderhandel syftar till att säkerställa att inte aktiehandeln otillbörligt utnyttjas av personer som på olika sätt kommit att inneha information som inte finns på aktiemarknaden i övrigt. Reglerna ska säkerställa att aktiehandlare utan insiderinformation ska känna förtroende för marknaden. Den nu gällande lagstiftningen, lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (marknadsmissbrukslagen), har utvidgat tidigare regelverk till att gälla tre former av marknadsmissbruk: insiderhandel, informationsröjande och marknadsmanipulation. Lagen definierar insiderinformation som ”information om en icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet som är ägnad att väsentligt påverka priset på finansiella instrument” (1 § marknadsmissbrukslagen). Marknadsmissbrukslagen är en specialstrafflag och sanktionerna är böter eller fängelse upp till fyra år för grova brott. FI övervakar att lagen efterlevs.

Tabell 8 Brotten i marknadsmissbrukslagen

Brott	Lagrum	Gärning
Insiderbrott	2 §	Att få tag i insiderinformation och för egen eller någon annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör
Obehörigt röjande av insiderinformation	7 §	Att uppsåtligen röjer information som han eller hon inser eller borde inse är insiderinformation döms, utom i de fall då röjandet sker som ett normalt led i fullgörande av tjänst, verksamhet eller åliggande
Otillbörlig marknadspåverkan	8 §	Att vid handel på värdepappersmarknaden eller annars förfara på ett sätt som är ägnat att otillbörligen påverka marknadspriset eller andra villkor för handeln med finansiella instrument eller på annat sätt vilseleda köpare eller säljare av sådana instrument

Den senare tidens reglering av bolagsstyrning har i flera fall inneburit att informationsskyldigheten från företagen ökat ytterligare. Till viss del har det rört finansiell information men även kring bolagets styrning och kontrollsystem. De företag som följer koden ska som tidigare beskrivits avge en s.k. *bolagsstyrningsrapport*. Eftersom mycket av informationen kring bolagsstyrningen inte förändras från år till år kan det ifrågasättas om informationen ska fogas till årsredovisningen som krävs i 5.1.1 bolagskoden.¹⁷⁹

Informationen om *ledande befattningshavares förmåner* har tidigare reglerats av NBK men ersattes 2006 av nya regler i ABL, se ovan avsnitt [5.2].

¹⁷⁹ Se Malmqvist, Peter, *Bolagsstyrningen platsar inte i årsredovisningen*, Dagens Industri, debattavdelningen, den 17:e maj 2006.

8.3. Publika företagsförvärv

Ett viktigt avsnitt i bolagsstyrningens regelbok är regler om offentliga företagsförvärv, även kallade *takeover*. Uppköp och försvarsåtgärder har varit en viktig bolagsstyrningsmekanism på den amerikanska marknaden och blir alltmer vanliga i Sverige. Ett förvärv av samtliga utestående aktier i ett börsföretag innebär att aktieinnehavet koncentreras till en enda hand och många av bolagsstyrningens problemställningar upphör i princip. Ett företagsförvärv upplöser gränsen mellan aktieägaren och företagsledningen eftersom aktieägaren får ett oinskränkt inflytande över tillsättningen av företagsledningen och även i övrig kan diktera villkoren för ledningens arbete. Samtidigt finns risker med förvärv av börsnoterade företag, bl.a. riskerar minoritetsaktieägare att bli förfördelade och aktiehandeln kan snedvridas eftersom information om företagsförvärv ofta är starkt kursdrivande.

Ett företagsförvärv kan ha många olika motiv, bl.a. industriella och finansiella, rörelsebetingade och personberoende.¹⁸⁰ En transaktion utformas olika beroende på om säljaren eller köparen tar initiativ till transaktionen. De är förhållandevis få företagsförvärv som där målföretag är ett börsnoterat företag även om börsföretagen ständigt är involverade i transaktioner rörande hela eller delar av sina koncerner.

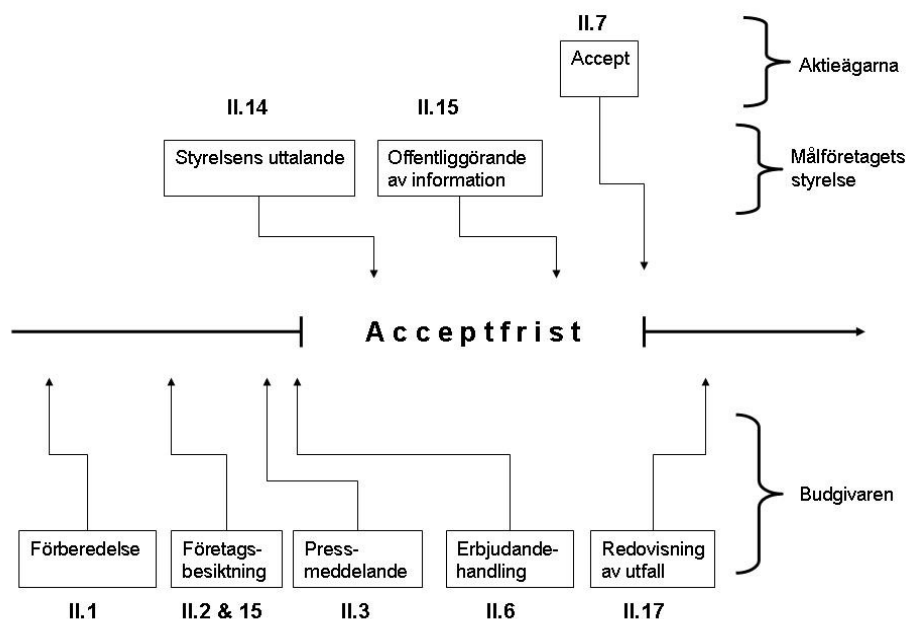
Reglerna om offentliga uppköp av börsföretag ska passa alla typer av motiv. Skyddsobjekten är aktieägare och aktiehandlare som inte har den insyn som de som tar initiativ till affären har. Reglerna kring uppköp har funnits i Sverige sedan 1970-talet. Det är framförallt NBK:s takeoverregler som bestämt spelplanen för dessa miljardaffärer.

NBK:s takeoverregler omarbetades i grunden 2003 men har sedermera delvis kommit att bli föremål för lagstiftning vilket gjort att den resterande delen av takeoverreglerna omformats till Stockholmsbörsens regler om offentliga erbjudanden (ROE).¹⁸¹ Reglerna tillämpas då en budgivare offentligt erbjuder aktieägarna i ett börsföretag att överlåta alla eller en del av sina aktier till budgivaren (ROE 1:1) men AMN kan meddela undantag från reglerna. Regelverket fastställer en särskild transaktionsprocess för bud på börsnoterade företag. Förfarandet kännetecknas bl.a. att målföretagets styrelse i viss utsträckning agerar som ombud för säljarna eftersom aktieägarna är för många och spridda för att i detalj förhandla med budgivaren. Budsituationen sätter således aktieägarna i en än större beroendeposition gentemot företagsledningen och företagsledningen har särskilda krav på att se till att alla aktieägare behandlas lika.

¹⁸⁰ Se Sevenius, Robert, *Företagsförvärv – en introduktion*, Studentlitteratur, 2003.

¹⁸¹ Stockholmsbörsens regler rörande offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, den 1 juli 2006.

Figur 12 En schematisk bild av transaktionsprocessen enligt takeoverreglerna



Takeoverreglerna ställer framförallt krav på budgivaren. Budgivaren måste förbereda sig noga eftersom denne går in i en process som dels är mycket kostsam, dels inte kan avbrytas utan grund. Budgivaren måste genom sin förberedelse skriftligen kunna styrka att denne har förmåga att genomföra budet (ROE II.1). En särskild fråga är om budgivaren ska få genomföra en företagsbesiktning, s.k. *due diligence*, inför budet vilket regelmässigt sker i icke-offentliga företagsförvärv för att identifiera och värdera risker i målföretaget. En företagsbesiktning innebär i princip att målföretaget bryter mot börsens förbud mot selektiv informationsgivning. Takeoverreglerna sätter därför gränser för budgivarens och målföretagsstyrelsens agerande vid företagsbesiktning, bl.a. får inte budgivaren fortsätta köpa aktier över börsen efter besiktningen (ROE II.2) och styrelsen måste offentliggöra besiktningssinformationen innan acceptfristens utgång (ROE II.15). Informationsgivningen kring ett uppköp är viktig vilket bl.a. tillgodoses genom krav på att budgivaren ska lämna ett pressmeddelande (ROE II.3) och en erbjudandehandling inom fyra veckor (ROE II.6). I princip ska budgivaren fullfölja ett lagt bud och endast i undantagsfall får budet vara förenat med sådana villkor att budet avbryts (ROE II.4-5). Finansiering och säljarnas anslutning till budet är regelmässigt acceptabla fullföljandevillkor.

Även aktieägarna har restriktioner kring sitt agerande och får bara återkalla en accept så länge budgivarens fullföljandevillkor inte uppfyllts (ROE II.7). Målföretagets styrelse ska hjälpa aktieägarna att ta ställning till budet genom att i skälig tid innan acceptfristens utgång redovisa sin uppfattning till budet och tillstyrka eller avstyrka att aktieägarna accepterar budet (ROE II.14). Det handlar bl.a. om att göra en värdering av budets villkor i förhållande till styrelsens uppfattning om företagets värde, en fråga som i många fall är svår att avgöra. Ett bud som målföretagsstyrelsen avstyrker är definitionsmässigt fientligt, vilket gör transaktionen till ett s.k. fientligt företagsförvärv.

En särskild fråga som brutits ut ur takeoverreglerna är frågan om s.k. budplikt. I de fall en aktieägare blivit så passa stark att denne i princip kan styra företaget och tillsätta hela

styrelsen kan det ifrågasättas om företaget bör fortsätta vara börsnoterat. Här kan reglerna om budplikt träda in vilka nu återfinns i lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LOE). Lagen syftar till att införa Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG (takeoverdirektivet). Lagen stärker upp bl.a. efterlevnaden av börsens budregler på det sättet att budgivaren måste ha åtagit sig att följda börsreglerna för att få lämna ett offentligt uppköpserbjudande (LOE 2:1). Lagen ställer också krav på information till anställda i både budgivarföretaget och målföretaget (LOE 4:1-3). En budgivare som bryter mot reglerna kan få betala en särskild avgift på upp till 100 miljoner kronor.

Budplikten innebär att den som förvärvar aktier och uppnår ett aktieinnehav som representerar minst 30 % av rösterna i företaget ska dels omedelbart offentliggöra sitt innehav, dels inom fyra veckor lämna ett offentligt uppköpserbjudande rörande resterande aktier i företaget (LOE 3:1). Budplikten syftar till att skydda minoritetsaktieägare från alltför hög koncentration av aktieägandet i börsnoterade företag eftersom företagens aktier förutsätts ha en viss spridning, vilket gynnar värdeutvecklingen och likviditetspremien. Gränsen 30 % är godtycklig och det finns andra nivåer i andra delar av världen. Budpliktsregler har funnits i Sverige en längre tid och acceptansen för dem är utbredd samtidigt som AMN tidigare i många fall medgett undantag. Efterlevnaden av LOE övervakas dock av FI vilket kan rendera en striktare regim.

Lagen innehåller även regler kring s.k. försvarsåtgärder mot företagsförvärv vilket varit vanligt i USA. Åtgärder som är ägnade att försäkra förutsättningarna för budet får inte företas av målföretagsledningen om bud lämnats, eller kan komma att lämnas, med mindre än att åtgärden beslutas av bolagsstämman (LOE 5:1). Företagsledningen kan dock söka efter alternativa bud från s.k. vita riddare (*white knights*). Lagstiftaren har även infört en möjlighet till s.k. genombrott vid uppköpserbjudanden (LOE 6:1-6) även om reglerna gjorts dispositiva för att värna den utbredda röstvärdesdifferentieringen i Sverige. Genombrottsregeln innebär bl.a. att vissa bestämmelser i bolagsordningar och avtal som begränsar överlåtbarheten på aktierna i målföretaget förlorar sin verkan under budet samt att rösträttsbegränsningar och röstvärdesdifferentiering inte ska gälla vid en bolagsstämma som beslutar om försvarsåtgärder.

8.4. Skatterätt och ägarverktyg

Den kanske mest avgörande svenska regleringsmodellen för företagande och kapitalförvaltning som påverkar bolagsstyrningen är skattelagstiftningen, även om skatterna i första rummet inte uttryckligen har bolagsstyrning i sin målformulering. Skatterna har dock varit främsta verktyget för förmögenhetsomfördelningen i Sverige, skatterätten påverkar aktieäggande och därmed också företagets styrning.¹⁸²

Framförallt beskattningen av förmögenheter har på senare tid diskuterats som bestämmande för ägande och riskkapital i svenska företag och har även föreslagits bli slopade. Utöver att företagets finansieringsmöjligheter har olika kontrolleffekter så beskattas de på olika sätt. I stort kan man säga att beskattningen av företagskapital har inneslutit kapital i företagen för användning till investeringar inom etablerad industri – det är billigare att återinvestera än att återbörda överkapitalisering till ägarna. Svenska företag använder sig sällan av nyemissioner på värdepappersmarknaden för att skaffa riskkapital vilket konserverar ägarbildens ytterligare.

¹⁸² Se Högfeldt, Peter, *The history and politics of corporate ownership in Sweden*, in Morck, Randall K. (red.) *The history of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers*, Chicago university press, 2005 samt Ault, H J, *The impact of tax rules on corporate governance*, i Till Gunnar Nord – ett symposium, Norstedts juridik, 1996. Se även Jonung, Lars (red.), *Vem skall äga Sverige*, SNS förlag, 2002.

Lånat kapital är fördelaktigt eftersom räntebetalning på detta i motsats till utdelning inte beskattas. Företagsledningens val mellan olika finansieringskällor kallas *pecking order theory*, hackordningsteorin,¹⁸³ och påverkar ägandet och styrningen. Hackordningsteorin säger att företag i första hand fördrar intern genererade medel för sina investeringar. I andra hand lånar företagen pengar från banker och andra finansinstitut. Först i sista hand vänder sig företagen till gamla eller nya ägare för att anskaffa kapital. I Sverige styrs hackordningen i första hand av skatterätten.

I Sverige är kapitalägande och företagsinvesteringar traditionellt sett väl organiserat och reglerat. Kapitalägares behov av att investera sitt kapital utan att själva delta i förvaltningen av detta har funnit sig nya former sedan uppkomsten av aktiebolagstekniken. Viktigt i denna utveckling är tillskapandet av olika former av "mellanhandsaktieägare". Regleringen av dessa har skatterättsliga effekter som innebär att det ska råda neutralitet mellan direkt aktieägande och indirekt vilket medför att beskattningen inte ska ske hos mellanhanden. Samtidigt har intresset av industriell omstrukturering och utveckling inneburit att mellanhändernas möjligheter till omplacering medför att köp och försäljning av aktier inom aktieägarverktygen inte beskattas. Här kommer tre olika former av verktyg för aktieägande beskrivas: investeringsfonder, investmentföretag och stiftelser. Finansmarknaden är känd för sin höga innovationstakt och utvecklingen av nya instrument vilket medför att de traditionella mellanhänderna har blivit utmanade av nya mer lättfotade ägarformer. Här beskrivs två sådana: uppköpsföretag och s.k. hedgefonder.

Mellanhänderna investeringsföretag och investeringsfonder beskattas på ett förmånligt sätt jämfört med skattesubjekt som direkt äger aktier i eget namn. Tre bestämmelser urskiljer beskattningen för mellanhandsföretagen enligt IL 39:14: 1) Kapitalvinster på aktier och andra delägarätter ska inte tas upp och kapitalförluster får inte dras av; 2) Som löpande intäkt beskattas ett belopp som för helt år motsvarar 1,5 procent av värdet på aktieinnehavet och innehavet av de andra delägarätterna vid beskattningsårets ingång skall tas upp; 3) Utdelning som företaget eller fonden lämnar dras av.

Investmentföretag

Investmentföretag är en skatterättslig skapelse som möjliggör aktiv kapitalplacering och aktieförvaltning i bolagsform. Flera stora svenska ägarsfärer har i stor utsträckning under decennier styrts med hjälp av investeringsföretag, t.ex. Investor, Industrivärden, Öresund. Exempelvis bildades Wallenbergsfärens investmentföretag Investor 1916 i samband med att bankernas aktieägande i princip förbjöds genom ny lagstiftning.

Enligt IL 39:15 är ett investmentföretag ett aktiebolag eller ekonomisk förening som uppfyller följande kriterier:

- Företaget förvaltar värdepapper eller liknande tillgångar,
- med den väsentliga uppgiften att är att genom ett välfördelat värdepappersinnehav erbjuda andelsägarna riskfördelning, och
- som ett stort antal fysiska personer äger andelar i.

¹⁸³ Se Myers, Stewart C., *The capital structure puzzle*, Journal of Finance, 1984.

Investeringsfonder

En viktig roll för kanalisering av hushållens sparande och kapitalplaceringar till värdepappersmarknaden spelar investeringsfonderna. Ny lagstiftning infördes 2004 på grundval av de s.k. UCITS-direktiven från EU.¹⁸⁴ Reglerna om investeringsfonder finns i dels lag (2004:46) om investeringsfonder (LIF), dels Finansinspektionens föreskrifter (2004:2) om investeringsfonder. Premiepensionsmyndigheten, som har till uppgift att handlägga placeringen av 2,5 % i det allmänna pensionssystemet, har drygt 1 000 fonder i sin katalog.

Fonderna har egentligen inte avsetts bli ett ägarverktyg och placeringarna begränsas av lagen. En värdepappersfond har dels krav på att sprida sina risker genom att inte exponera sig för mycket mot ett enskilt företag eller värdepapper (LIF 5:1 – 9), dels att inte äga en för stor andel av värdepapperna från enskild emittent (LIF 5:19). Ett fondbolag får i princip inte ”utöva bestämmande inflytande över ledningen av ett företag” (LIF 5:20).

De flesta svenska fonderna förvaltas av fondbolag som ägs av de fyra svenska affärsbankerna. Investeringsfonder består av kapital som tillförs genom individuella sparare, vilket placerats i olika typer av värdepapper. En investeringsfond kan inte enligt LIF 4:1 förvärva rättigheter eller ta på sig skyldigheter, föra talan inför domstol eller någon annan myndighet. Fondandelsägarna svarar inte för förpliktelser som avser fonden och egendomen kan inte utmätas. Fonden ägs av andelsägarna men ett fondbolag företräder andelsägarna i frågor som rör fonden (LIF 4:2). Fondbolagen ska vara aktiebolag, det bestämmer över fondens egendom och utövar de rättigheter som härrör ur denna. Vid förvaltningen av en investeringsfond ska fondbolaget handla uteslutande i fondandelsägarnas gemensamma intresse. Samtidigt ska fondbolaget vara ett aktiebolag som ska tillvarata sina aktieägars vinstintresse enligt aktiebolagslagen. Därmed skapas en intressekonflikt mellan andelsägarna och fondbolagsägarna (se ovan). Eftersom majoriteten av fonderna skapas och förvaltas av fondbolagen som i sin tur ägs av bankerna kringgås i princip förbudet mot bankers aktieäande och kontroll av företag.¹⁸⁵

Stiftelser

En stiftelse är ett avgränsat kapital som används för ett särskilt ändamål. Många stiftelser regleras av stiftelselagen (1994:1220) (SL). En stiftelse bildas genom att egendom på grundval av ett stiftelseförordnande avskiljs för att varaktigt förvaltas som en självständig förmögenhet för ett bestämt ändamål (SL 1:2). Stiftelser har blivit ett verktyg för att äga och förvalta aktier under lång tid. Två exempel från stiftelser i ägarsammanhang är Knut och Alice Wallenbergs stiftelse (som bildades 1917, vars tillgångar 2005 uppgick till drygt 23 miljarder kronor och är huvudägare i investmentföretaget Investor) och Torsten och Ragnar Söderbergs stiftelser (som bildades 1960, vars tillgångar 2005 uppgick till drygt 350 miljoner kronor och är huvudägare i uppköpsbolaget Ratos). Även staten använder stiftelser som ägarverktyg, bl.a. äger en stiftelse Sveriges radio och Sveriges television.

Stiftelser kan vara begränsat skattskyldiga om de i sin verksamhet främjar vissa kvalificerat allmännyttiga ändamål såsom vetenskaplig forskning och utbildning (IL 7:4). De

¹⁸⁴ UCITS står för “undertakings for collective investment in transferable securities”. UCITS-direktiven är 85/611/EEG, 88/220/EEG, 95/26/EG, 2000/64/EG, 2001/107/EG och 2001/108/EG.

¹⁸⁵ Se Pålsson, Anne-Marie, Fondbolagen – de ovilliga och olämpliga ägarna, i Jonung, Lars (red.), Vem skall äga Sverige?, SNSN förlag 2002.

kvalificerade ändamålen ska vara det huvudsakliga syftet med stiftelsens verksamhet. För att stiftelsen ska vara begränsat skattskyldig krävs vidare att en skäl andel av avkastningen på stiftelsens tillgångar används till att fullfölja stiftelsens ändamål; vilket innebär att cirka 80 % av nettoavkastningen ska delas ut till destinatärerna under en femårsperiod. De begränsat skattskyldiga stiftelserna är skattebefriade beskattas bara för rörelseinkomster och fastighetsinkomster och är befriade från skatt på t.ex. kapitalinkomster.

En särskild typ av stiftelse som kan spela en roll i ägarfrågor är personalstiftelser och pensionsstiftelser som regleras av lag (1967:531) om tryggnad av pensionsutfästelse m.m. En personalstiftelse som varit aktiv som kontrollägare är t.ex. stiftelsen Åfond, personalstiftelse i börsnoterade AB Ångpanneföreningen, vilken 2001 avvisade ett bud på företaget från konkurrenten SWECO.

Uppköpsföretag

Sedan tidigt 1990-tal har olika typer av riskkapitalföretag varit aktiva i Sverige efter amerikanskt mönster. En särskild typ av riskkapitalföretag är vad som kan kallas uppköpsföretag (*buyout firms*). Uppköpsföretagen köper hela eller delar av företag med hjälp av kapital från finansiella investerare och kreditinstitut. Uppköpen är vanligtvis av typen *leveraged buyout* (LBO), dvs. högt belånade företagsförvärv som utnyttjar hävstångseffekten i att räntebetalningar är skattemässigt avdragsgilla. Uppköpsbolagen renodlar företagen som de investerat i och säljer dem vidare inom cirka 3 – 8 år. Företagen som investerar i uppköpsföretagens verksamhet är bl.a. privata och statliga pensionsfonder. Välkända svenska uppköpsföretag är Industri Kapital, Nordic Capital och EQT. Uppköpsföretagen har alltmer kommit att spela en roll på börsen, regelrätta uppköp av börsföretag har förekommit i flera fall och uppköpsföretagen tar ibland även s.k. corner-positioner för att tvinga företagsledningar och gamla aktieägare till renodling och vidareutveckling.¹⁸⁶

Uppköpsföretagens verksamhet är inte direkt reglerad av några regler även om de måste följa reglerna inom associationsrätten och skatterätten. Uppköpsföretagens verksamhet har förenklats genom förändringen av kapitalvinstbeskattningen 2003. Förändringen innebar att kapitalvinster på näringsbetingade aktier slopades. Tidigare var uppköpsföretagens holdingbolag ofta placerade utomlands, men nu kan de sättas upp i Sverige. Fonderna som tidigare var kommanditbolag kan bildas som aktiebolag.

Hedgefonder

Ett relativt nytt fenomen i ägarsammanhang är de s.k. hedgefonderna. Fonderna har friare placeringsregler än vanliga investeringsfonder som placerar i värdepapper. Hedgefonden får belåna sina innehav, sälja lånade aktier (blankning) och placera i flera typer av derivatinstrument. Namnet "hedge" kommer från att fonderna kan försöka säkra sin riskexponering genom de utökade placeringsmöjligheterna och vara mer aktiv för att skydda sig mot kursfall. I allmänhet står hedgefonderna under FI:s tillsyn som s.k. specialfonder enligt LIF, men i flera fall har fonderna säte utomlands vilket gör det svårt att överblicka regleringen.

¹⁸⁶ Se bl.a. Nyman, Michael, *Riskkapital – private equity- och venture capital-investeringar*, Norstedts juridik, 2002.

En strategi för hedgefonder är att köpa aktier i företag som är föremål för offentliga erbjudanden för att på det sättet spekulera i och tvinga fram en eventuell ökning av budet. Det är en riskfylld strategi eftersom ett tillbakadraget bud kan leda till att värdet på aktien falla dramatiskt.

8.5. Straffrätt

Även om skatter har ett stort inflytande är det yttersta maktmedlet för staten visavi näringslivet ändå det straffrättsliga systemet för förmögenhetsbrott. Straffrätten är ett viktigt tvångsmedel i bolagsstyrningen. Sanktionerna träffar inte företagen utan beslutsfattarna. Eftersom sanktionerna är så ingripande finns en betydande restriktivitet i tillämpningen av dessa medel för att beivra missförhållanden inom näringslivet.

Ekobrotten ökar världen över enligt en undersökning från PricewaterhouseCoopers 2005.¹⁸⁷ 35 procent av de svenska företagen i undersökningen har utsatts för någon typ av ekonomisk brottslighet under de senaste två åren. Den vanligaste typen av oegentligheter enligt undersökningen var förskingring och trolöshetsbrott. Nära hälften av brotten upptäcktes via tips eller av en slump, dvs. inte aktivt från företagets sida genom sina system för att fånga upp risker och oegentligheter. Den mätbara kostnaden var i genomsnitt 4 miljoner kronor för de företag som drabbats av brott (europagenomsnittet var nära 18 miljoner kronor). Ofta rör det sig om en person i företagsledningen som begår brotten; i Sverige ingick 33 procent av gärningsmännen i företagsledningen, högre än det internationella genomsnittet.

Tabell 9 Några av förmögenhetsbrotten¹⁸⁸

Brott	BrB	Gärning
Brott riktade mot affärskontrahent		
Bedrägeri	9:1	Att med vilseledande förmår någon till handling eller underlåtenhet, som innebär vinning för gärningsmannen och skada för den vilseledde eller någon i vars ställe denne är.
Svindleri	9:9	Att offentliggöra eller eljest bland allmänheten sprida vilseledande uppgift för att påverka priset på en vara, värdepapper eller annan egendom.
Brott riktade mot principal		
Förskingring	10:1	Att någon, som på grund av avtal, allmän eller enskild tjänst eller dylik ställning fått egendom för besittning för annan med skyldighet att utgiva egendomen eller redovisa för denna, genom att tillägna sig egendomen eller annorledes åsidosätter vad personen har att iaktta för att kunna fullgöra sin skyldighet.
Olovlig förfogande	10:4	Att någon med egendom, som personen har besittning men vartill ägande- eller säkerhetsrätt är förbehållen eller tillförsäkrad eller eljest tillkommet annan, vidtager åtgärd varigenom egendomen fränhändes den andra eller annorledes berövar denne sin rätt.
Trolöshet mot huvudman	10:5	Att någon, som på grund av förtroendeställning fått till uppgift för någon annan sköta ekonomisk angelägenhet eller självständigt handa kvalificerad teknisk uppgift eller övervaka skötseln av sådan angelägenhet eller uppgift, missbrukar sin förtroendeställning och därigenom skadar principalen.

¹⁸⁷ PricewaterhouseCoopers, *Global economic crime survey*, 2005. Undersökningen omfattar mer än 3 600 företag i 34 länder.

¹⁸⁸ Indelningen hämtad från Leijonhufvud, Madeleine och Wennberg, Susanne, *Brott & straff i affärslivet – en lärobok för ekonomer*, uppl. 2, Iustus förlag, 2004.

Mutbrott	20:2	Att arbetstagare för sig själv eller för annan tar emot, låter sig utlova eller begär muta eller annan otillbörlig belöning för sin tjänsteutövning.
----------	------	--

Brott riktade mot borgenär

Oredlighet mot borgenär	11:1	Att någon, som är på obestånd eller när påtaglig fara för obestånd föreligger, förstör eller genom gåva eller någon annan liknande åtgärd avhänder sig egendom av betydande värde.
Vårdslöshet mot borgenär	11:3	Att någon, som är på obestånd eller när påtaglig fara för obestånd föreligger, fortsätter sin rörelse under förbrukande av avsevärda medel utan motsvarande nytta för rörelsen eller lever slösaktigt eller inlåter sig på äventyrligt företag eller lättsinnig ansvarsförbindelse eller vidtar annan sådan åtgärd och därigenom uppsåtligen eller av grov oaktsamhet försämrar sin förmögenhetsställning i avsevärd mån.
Bokföringsbrott	11:5	Att uppsåtligen eller av oaktsamhet åsidosätta bokföringsskyldighet enligt bokföringslagen genom att underlåta att bokföra affärshändelser eller bevara räkenskapsinformation eller genom att lämna oriktiga uppgifter i bokföringen eller på annat sätt.

Brott riktade mot staten

Penninghäleri	9:6a	Att otillbörligen främja möjligheterna för annan att tillgodogöra sig egendom som härrör från brottsligt förvärv eller värdet av sådan egendom, eller 2. att med uppsåt att dölja egendomens ursprung medverkar till att bortföra, överlåta, omsätta eller vidta annan sådan åtgärd med egendom som härrör från brottsligt förvärv.
---------------	------	---

Under avdelningen brott mot staten återfinns skattebrotten som regleras av skattebrottslagen (1971:69), bl.a. skattebrott, vårdslös skatteuppgift och försvårande av skattekontroll. Staten är en viktig kravställare på företagen och har ingripande sanktionsmedel. Sanktionsmedlen, kopplat till skattereglerna kring koncernredovisning och kapitalvinst, leder till att staten måste anses vara en central aktör i svensk bolagsstyrning. Skattebrott innebär att en person uppsåtligen lämnar oriktig uppgift till myndighet eller underlåter att till myndighet lämna deklaration, kontrolluppgift eller annan föreskriven uppgift och därigenom ger upphov till fara för att skatt undandras det allmänna eller felaktigt tillgodoräknas eller återbetalas till honom själv. Grovt skattebrott kan leda till fängelse i högst sex år. Det krävs inte att handlingen faktiskt lett till en felaktig skattedebitering utan det är tillräckligt med att det förelegat en risk för att handlingen skulle kunna leda till ett undandragande av skatt. Genom denna relativt nytillkomna konstruktion, där skattebrott förändrades från ett effektbrott till ett farebrott, ökade möjligheterna för de allmänna domstolarna att pröva brotten utan att invänta bedömningen från skattedomstolarna.¹⁸⁹ Brottet anses fullbordat i och med att en oriktig uppgift lämnats tills skatteverket.

En speciell brottskategori som specialregleras i ABL är brott mot det s.k. låneförbudet. Låneförbudet innebär att företaget inte får lämna lån till aktieägare och andra personkategorier (ABL 21:1) eftersom detta hotar att utarma företagets egna kapital. Brott mot låneförbudet kan leda till fängelse i upp till ett år (ABL 30:1). Ett antal undantagsregler finns kopplade till låneförbudet, bl.a. om gäldenären står i koncernmässig relation till företaget eller om lånet är betingat av affärsmässiga skäl. En särskild del i låneförbudsreglerna är det s.k. förvärvslåneförbudet som innebär att en köpare inte får köpa ett företag för dess egna pengar; ett aktiebolag får inte ge förskott, lämna lån eller ställa säkerhet för lån i syfte att gäldenären ska förvärva aktier i bolaget (ABL 20:5).

¹⁸⁹ Leijonhufvud och Wennberg, *Brott & straff i näringslivet*.

Förvärvslåneförbudet har mildrats i nya aktiebolagslagen på så vis att lån från ett moderbolag till en förvärvare av ett dotterbolag är tillåtet. Skatteverket får medge undantag från förbud vilket bl.a. sker vid generationsskiften och koncerninterna överlåtelser.

Ytterligare en viktig kategori brott som kan sägas gränsa mot brott mot huvudman och brott mot staten är företagsspioneri. Flera fall av företagsspioneri har uppmärksammats i Sverige riktade mot företag av nationellt intresse (bl.a. Ericsson, Statens lantbruksuniversitet och Karolinska institutet). Företagsspioneri regleras av lag (1990:409) om skydd för företagshemligheter. I lagens 3 § stadgas att den som med uppsåt olovligen bereder sig tillgång till en företagshemlighet – med företagshemlighet avses i denna lag sådan information om affärs- eller driftförhållanden i en näringsidkares rörelse som näringsidkaren håller hemlig och vars röjande är ägnat att medföra skada för honom i konkurrenshänseende – ska dömas för företagsspioneri till böter eller fängelse. Om brottet är grovt kan gärningspersonen dömas till fängelse i högst sex år.

En viktig typ av brott som kan förknippas med allmänhetens försämrade förtroende för företag och företagsledningar är miljöbrott. Miljöbrotten bedöms enligt miljöbalken (MB) som trädde ikraft 1999. Enligt MB 29:1 är det kriminaliserat att 1. förorena mark, vatten eller luft på ett sätt som medföra eller kan medföra sådana hälsorisker för människor eller sådana skador på djur eller växter som inte är av ringa betydelse eller annan betydande olägenhet i miljön, 2. förvara avfall eller annat ämne på ett sätt som genom förorening kan medföra hälsorisker, skador eller annan olägenhet under 1., orsaka betydande olägenhet i miljön genom buller, skakning eller strålning. Ett brott av normalgraden leder till böter eller fängelse i högst två år medan ett grövre brott kan leda till fängelse i högst sex år. Hanteringen inom industrin har i många fall gett upphov till miljöstörningar och tagit skandalartade proportioner, t.ex. gifttunnorna som grävdes ner i Teckomatorp av BT-Kemi (1970-talet), användningen av det miljöfarliga tätningsmedlet Rhoca-Gil av Skanska och Banverket i tunnelbygget i Hallandsåsen 1997 och Bolidens brustna avfallsdamm i en spansk gruva 1998.

En särskild påföljd som kan drabba enskilda näringsidkare som inte uppträder i enlighet med lagens krav är näringsförbud. Enligt 1 § näringsförbudslagen¹⁹⁰ kan en näringsidkare meddelas näringsförbud om denne i sin egenskap av näringsidkare grovt åsidosatt vad som ålegat honom i näringsverksamhet och därvid gjort sig skyldig till brottslighet som inte är ringa eller avsevärd försummelse ifråga om skatt- och avgiftsskyldighet. Näringsförbud kan meddelas mellan tre och tio år. Den som är ålagd näringsförbud får inte bedriva näringsverksamhet eller leda ett företag.

Beivrandet av brott i näringsverksamhet kompliceras av problemet att identifiera den som utfört gärningen, särskilt om brottet inte är riktat mot företaget utan mot företagets intressenter eller affärspartner. Hur ska ansvaret fördelas om företagets själva verksamhet innefattar brott? I straffrätten till skillnad mot skadeståndsrätten, finns inget principalansvar, vilket skulle strida mot de grundläggande rättssäkerhetskraven i en rättsstat.¹⁹¹ I vissa av brotten preciseras att gärningspersonen ska vara ett visst kvalificerat subjekt, t.ex. en gäldenär, en redovisningsskyldig eller en person i förtroendeställning. Sådana beskrivningar träffar ibland företaget snarare än en fysisk person. Ansvaret kommer då att träffa den associationsrättsliga företagsledningen, dvs. styrelse och företagsledningen. Förslagna manschettbrottslingar och organiserade brottslingar har dock satt i system att utnyttja bulvaner som formellt ansvariga för bolagens verksamhet, s.k. bulvaner. Enligt ABL 30:1 3 st

¹⁹⁰ Lag (1986:436) om näringsförbud.

¹⁹¹ Leijonhufvud och Wennberg s 30.

kriminaliseras medverkan till att utse en styrelseledamot, styrelsesuppleant, verkställande direktör eller vice verkställande direktör om åtgärden är ägnad att dölja vem som utövar den faktiska ledningen av företaget samt att uppsåtligt åta sig ett sådant uppdrag. Gärningarna bestraffas med böter eller fängelse i högst ett år.

Det finns även möjlighet att påföra företagen ett visst ansvar för brottsliga gärningar genom s.k. företagsbot. Företagsboten är en ekonomisk rättsverkan som kan uppgå till mellan tio tusen och tre miljoner kronor. Företagsboten åläggs näringsidkare för brott som begåtts i utövningen av näringsverksamheten om 1. brottsligheten inneburit grovt åsidosättande av de särskilda skyldigheter som är förenade med verksamheten eller annars av allvarligt slag och 2. näringsidkaren inte har gjort vad som skäligen kunnat krävas för att förebygga brottslighet (BrB 36:7). Företagsboten kompletterar bestraffningen av de fysiska individerna bakom ekobrott genom att även bestraffa den juridiska personen – verktygen för brottet. Förtjänsten från brottslighet kan dessutom förverkas.

8.6. Finansiella avtal och andra utfästelser

En särskild plats i bolagsstyrningen tar de överenskommelser som träffas direkt mellan parterna i spelet kring företagets styrning. Det finns många avtal som antingen direkt eller indirekt skapar möjligheter för olika intressenter att påverka företaget på sätt liknande de som regleras i aktiebolagslagen och bolagskoden.

Aktieägaravtalet

Ett hävdvunnet dokument som reglerar frågor om bolagsstyrning är aktieägaravtalet eller konsortialavtalet. Aktieägaravtal är bindande för aktieägarna som undertecknat det, men det binder inte själva företaget.¹⁹² I aktieägaravtalet fastlägger aktieägarna olika principer för t.ex. vilka beslut som ska fattas i bolaget, sammansättningen av styrelsen, finansiering och förköp. De flesta av frågorna berör aktieägarnas inflytande över företaget och kompletterar aktiebolagslagens regler.

Finansiella avtal

Finansiella avtal mellan företag och banker eller andra kreditinstitut kan ibland innehålla olika typer av styrnings- och kontrollvillkor (s.k. *covenants*), som omtalats ovan. Villkoren används bl.a. vid belånade företagsförvärv. Dessa villkor kan bl.a. innebära skyldighet för företaget att upprätthålla sunda finanser, mätt med olika finansiella mått såsom soliditet och kassalikviditet, eller att inte göra utdelningar eller företagsförvärv. Om företaget bryter villkoren kan borgenären säga upp lånet, vilket ofta ger ett direkt inflytande över företagets aktiviteter och finansiering. Normalt tenderar brott mot styr- och kontrollvillkor dock endast ge upphov till att lånet omförhandlas.¹⁹³

Ägarpolicyer

En annan typ av normer är s.k. ägarpolicyer. Det rör sig om regelsamlingar som olika privata aktörer enskilt publicerat för att visa på vilka grunder och på vilket sätt de kommer att agera som aktieägare i de bolag de placerat pengar. De stora institutionerna som Robur, Skandia och

¹⁹² Se t.ex. Kansmark, Jan och Roos, Carl-Martin, Aktieägaravtal – en kortfattad handbok, upp. 2, Fritzes, 1994.

¹⁹³ Lindahl, Magnus, *Bankens villkor i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv – en studie ur agentteoretiskt perspektiv*, Institute of technology, Linköpings universitet, 2000.

AP-fonderna har alla publicerat olika dokument. Enlig Fondbolagens förenings stadgar ska medlemmarna anta en ägarpolicy.¹⁹⁴ Andra aktörer har också givit ut policydokument, exempelvis Aktiespararna, Styrelseakademin och LO. Ägarpolicyer kan ses som föregångare till den bolagskod som tagits fram. Även kring dessa finns flera obesvarade frågor som kan ställas kring dessa dokument:¹⁹⁵ Vem riktar de sig egentligen till? Vilken rättslig valör har de? Vilka är skälen till att de utfärdas? Ägarpolicyer är i grunden ensidiga utfästelser från de utgivande institutionerna. Det är dock knappast troligt att de i en svår situation känner sig bundna eller tänker tillmäta sig själva några sanktioner. Dokumenten kan möjligen uppfattas som ett indirekt sätt att sätta press på företagen och kanske att visa handlingskraft för institutionerna för att öka förtroendet från placerarna. Den yttersta viljeförklaringen som institutionerna har att tillgripa är dock alltså att "rösta med fötterna", dvs. att sälja sitt innehav. Ägarpolicyerna kan bl.a. innehålla följande punkter:¹⁹⁶

- Interna frågor (målsättningar, voice och exit-beteende, beslutsordning m.m.)
- Samverkan med andra aktieägare
- Medverkan i valberedningar
- Incitamentsprogram och ersättningar till ledande befattningshavare
- Uppköpserbjudande
- Köp och försäljning av egna aktier
- Mänskliga rättigheter och miljöpolicy

Huvudpunkter

- Bolagsstyrningen regelverk består av flera delar än aktiebolagslagen och bolagskoden.
 - Självregleringen av den svenska aktiemarknaden har nyligen omorganiserats och baseras nu på fem underorgan till Föreningen för god sed på aktiemarknaden. Organen är Aktiemarknadsnämnden, Näringslivets börskommitté, Panelen för övervakning av finansiell rapportering, Kollegier för svensk bolagsstyrning och Redovisningsrådet. Ytterligare förändringar kan komma.
 - Regler kring informationsgivning på aktiemarknaden finns i flera olika regelverk, bl.a. redovisningslagstiftning, marknadsplatsernas noteringsavtal och marknadsmissbrukslagen.
 - Reglerna om publika företagsförvärf, offentliga uppköpserbjudanden, är en viktig del av regleringen inom bolagsstyrningen. En ny lag på området har tillkommit som bl.a. reglerar s.k. budplikt.
-

¹⁹⁴ Fondbolagens förening, *Riktlinjer för fondbolagen ägarutövande*, rev. 2006.

¹⁹⁵ Nord, Gunnar, Förord i Kristiansson, Björn, *Svenska ägarpolicies*, 2:a uppl., Företagsjuridik Nord&Co, 2003.

¹⁹⁶ Se Kristiansson, Björn, *Svenska ägarpolicies*, 2003.

- Skatterätten är en reglering som inte direkt reglerar bolagsstyrning men ändå får stor inverkan, bl.a. genom att eget och främmande kapital beskattas olika.
 - En yttre gräns för bolagsstyrningens aktörer är straffrätten vilket innebär att företagsledare och intressenter kan underkastat ett straffrättslig ansvar för bl.a. trolöshet mot huvudman, bedrägeri och mutbrott.
 - Intressenter och företag kan även på egen hand reglera bolagsstyrningen genom att ingå olika avtal och utfästelser, bl.a. aktieägaravtal, finansieringsavtal och ägarpolicyer.
-

Kapitlet är en orientering kring internationella regler som svensk bolagsstyrning är bunden av, frivilligt anpassar sig till och inspireras av. Reglerna härstammar bl.a. från EU, OECD, Storbritannien och USA.

9. INTERNATIONELLA NORMER OCH UTREDNINGAR

De svenska regelverken är som synes många och vittförgrenade. Situationen bli än mer svår att överblicka om även internationella regelverk och normer inkluderas i bilden av bolagsstyrningens regelverk. Vissa regelverk är svenska företag tvungna att följa eller implementera, framförallt EU:s initiativ och EG-rättslig anknutna regelverk, andra tjänar mer som inspiration för svenska regelprodukter, bl.a. angloamerikanska normer. En tredje form av regelverk är de som initieras av internationella organisationer såsom OECD och FN. Här utelämnas i allt väsentlig regelverk som tillhör bredare definitioner av bolagsstyrning, bl.a. FN:s Global compact.

9.1. EU och EG-rätten

EU har under senare tid varit starkt drivande i frågor om bolagsstyrning. Satsningen på området är motiverad av att höja den globala effektiviteten och konkurrenskraften hos företag inom EU samt att återställa de europeiska investerarnas förtroende efter 2000-talets företagsskandaler. Som tidigare beskrivits har EU snarast tagit en normativ väg till bättre bolagsstyrning genom att föranstalta utredningar, planera för kommande regelverk och därefter utveckla olika ramregler och detaljregler.

EU:s bolagsrätt

EU:s aktiviteter inom bolagsrätt och bolagsstyrning grundas i diskrimineringsförbudet och etableringsfriheten (12 art. och 43 art. romfördraget). En av EU:s bärande principer är fri rörlighet på den gemensamma marknaden. Individer och företag ska oavsett nationalitet kunna handla och byta tjänster, arbeta, investera och producera, under lika och ostörda konkurrensförhållanden.¹⁹⁷ Inom bolagsrätten innebär detta bl.a. att nationell lag inte får förhindra individer från en annan medlemsstat att förvärva aktier eller väljas till styrelseledamot eller verkställande direktör. EU:s ansträngningar för att harmonisera bolagsrätten har legat inom den s.k. första pelaren och utgör alltså EG-rätt. Ambitionen har varit att "harmonisera" de nationella lagarna på området, dvs. att skapa en i relevanta avseende likvärdig lagstiftning i medlemsstaterna. EG-rätten försöker skapa en minsta gemensam skyddsnivå för aktieägare, borgenärer och andra som står i relation till företaget (44 art. 2 pkt (6) romfördraget). Ett antal direktiv har antagits och föreslagits sedan EG bildades. Direktiven var inledningsvis präglade av nationella lösningar inom bolagsrätten och då särskilt tysk eller fransk lagstiftning, vilket kan förklara att vissa direktiv aldrig kommit längre än till ritbordet. Vissa av direktiven är under omarbetning enligt det nya system för bolagsrättslig reglering som föreslagits av Winter-rapporten, se nedan.

¹⁹⁷ SOU 1992:83 Aktiebolagslagen och EG.

Tabell 10 EG-rättsliga s.k. bolagsdirektiv

Nr	Smeknamn	Huvudsyfte	Regler (urval)	Status
Första (68/151/EEG) samt (2003/58/EG)	Publicitetsdirektivet	Skydda tredje persons intressen	• Offentlighet • Bolagets förpliktelser mot tredje person • Bolagets ogiltighet	• Antaget, under revision
Andra (77/91/EEG) samt (92/101/EG)	Kapitaldirektivet	Skydda aktieägars och borgenärs intressen	• Aktiekapital • Likabehandling • Låneförbud • Förvärv av egna aktier • Förändringar av aktiekapitalet	• Antaget, under revision
Tredje (78/855/EEG)	Fusionsdirektivet	Skydda aktieägars och borgenärs intressen	• Fusion genom förvärv • Absorption och kombination • Dotterbolagsfusion	• Antaget
Fjärde (78/660/EEG) samt (90/604/EEG), (90/605/EEG)	Redovisningsdirektivet (tillsammans med Sjunde)	Skydd för aktieägare och tredje person	• Uppställningsformer för balans- och resultaträkning • Krav på rättvisande bild	• Antaget
Femte (KOM (72) 887)	Strukturdirektivet	Skydd för aktieägare och anställda	• Dualistisk styrelsestruktur • Arbetstagarnas representation • En aktie – en röst	• Förslag, tillbakadraget 2001
Sjätte (82/891/EEG)	Fissionsdirektivet	Skydd för aktieägare och borgenärer	• Regler för delning av företag	• Endast bindande för stat som har regler om fission
Sjunde (83/349/EEG) (2003/51/EG)	Koncernredovisningsdirektivet	Skydd för aktieägare och tredje person	• Koncernredovisning	• Antaget
Åttonde (84/253/EEG)	Revisorsdirektivet	Skydd för aktieägare, borgenär och tredje person	• Behörighetsregler • Revisors oberoende	• Antaget, under revision
Nionde (111/1639/84)	Koncerndirektivet	Skydd för aktieägarna	• Faktiska inflytande och ekonomiska förhållanden ska avspeglas i företagets ledning och organisation	• Utkast till förslag 1990
Tionde (2005/56/EG)	Internationella fusionsdirektivet	Skydd för aktieägare och anställda	• Lagvalsregler • Arbetstagarinflytande	• Förslag, drogs tillbaks 2001
Elfte (89/666/EEG)	Filialdirektivet	Skydd för delägare och tredje person	• Redovisning för företagsfilialer	• Antaget

Nr	Smeknamn	Huvudsyfte	Regler (urval)	Status
Tolfte (89/667/EEG)	Enmansbolagsdirektivet	Neutralitet för småföretagare	• Krav på dokumentation	• Antaget
Trettonde (2004/25/EEG)	Takeoverdirektivet	Skydd för aktieägare	• Utformande av bud • Målföretagets agerande • Budplikt	• Antaget

Inträdet i EG och sedermera EU har för svenskt vidkommande inneburit relativt omfattande förändringar av aktiebolagsrätten. Redan i inledningen av aktiebolagskommitténs arbete insåg man att radikala nyordningar var för handen. Det svenska systemet med fria och bundna aktier – där bundna aktier fick innehas av s.k. kontrollsobjekt (bl.a. utländska medborgare) i anslutning till ett s.k. utlänningsförbehåll i bolagsordningen – grundades i lag (1982:617) om utländska förvärv av svenska företag m.m. Lagen upphävdes 1993. Ytterligare ett viktigt steg i harmoniseringen med EG-rätten och de nationella lagarna i medlemsstaterna var att införa två bolagstyper istället för endast en. Reformen med publika och privata aktiebolag, där den senare i viss mån kan sägas kombinera fördelarna aktiebolaget och handelsbolaget, var inte tvingande i EG-rätten men i stora delar förutsatt. Andra, tredje och sjätte bolagsdirektiven gällde endast de publika formerna av aktiebolag – bl.a. *société anonyme* i Frankrike, *Aktiengesellschaft* i Tyskland, *naamloze vennootschap* i Nederländerna och *public company limited by shares* i Storbritannien – men inte de privata formerna – *société à responsabilité limitée*, *Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, *besloten vennootschap med beperkte aansprakelijkheid* respektive *private company limited by shares or by guarantee*. Eftersom Sverige bara hade en bolagsform hotade alla direktiv bli gällande för denna oavsett om den var riktade mot större företag med spritt aktieäggande eller mindre företag med en begränsad aktieägarkrets. Aktiebolagskommittén föreslog följaktligen att systemet med två bolagstyper skulle införas även i Sverige vilket genomfördes 1995. Aktiebolagskommittén föreslog även ytterligare anpassningar till första, andra, tredje och tolfte bolagsdirektivet i sitt delbetänkande 1992.¹⁹⁸

Ytterligare ett exempel på ett område där ABL anpassades till EG-rätten (andra bolagsdirektivet) var att företagen skulle tillåtas återköpa egna aktier. Möjligheten infördes för publika aktiebolag år 2000 och återfinns nu i ABL 19:13.

Under senare tid har tillkommande bolagsdirektiv implementerats i svensk rätt. Det trettonde direktivet om uppköp och offentliga erbjudanden har givit upphov till en ny lag, lag om offentliga uppköpserbjudanden m.m. Lagen, som beskrivits ovan, trädde ikraft 2006 är ett exempel på det nya system inom EU där lagstiftning och självreglering ska samverka istället för att sätta upp alltför detaljerade regler i svårföränderliga direktiv (jfr nedan).

Jämförelsen av europeisk bolagsstyrning

Det moderna tänkandet kring EU:s reglering av bolagsrätt och bolagsstyrning inleddes med en kartläggning av regelverk och utredningar, *Comparative study of corporate governance codes relevant to the European Union and its member states*, utfördes 2000 med hjälp av en advokatbyrå. Utredaren Weil, Gotshal & Manges LLP hade företagit en rad världsomspännande undersökningar om bolagsstyrning och bolagskoder.

¹⁹⁸ SOU 1992:83 *Aktiebolagslagen och EG – en anpassning den svenska lagen till EG:s bolagsdirektiv 1, 2, 3 och 12*.

Jämförelsen konstaterat att de studerade bolagskoderna är anmärkningsvärt lika, särskilt gällande sättet de uttrycker nyckelroller och ansvar för styrelsens övervakningsfunktion, med tanke på att de härstammar från nationer med olika kulturer, finansiella traditioner, ägarstrukturer och rättsligt ursprung. De skillnader som finns beror snarast på olikheter i den underliggande bolags- och värdepappersrätten. Varken de små skillnaderna mellan bolagskoderna eller den potentiella konkurrensen mellan koderna hotar enhetligheten på den europeiska aktiemarknaden. Bolagskoderna uppfattas som flexibla dispositiva instrument som förklarar och enar investerarkollektivet.

Undersökningen räknar upp ett antal områden där signifikanta skillnaderna mellan medlemsstaterna ändå förekommer:

- Styrelserepresentation för anställda
- Intressentmodellen och CSR
- Aktieägar rättigheter och deltagande på bolagsstämmor
- Styrelsestruktur, roller och ansvar
- Oberoende övervakningsfunktion eller organ avskilt från företagsledningen
- Styrelseutskott
- Information och öppenhet

Undersökningens slutsats är att EU inte bör anstränga sig för att ta fram en gränsöverskridande europeisk bolagskod. Ett sådant projekt skulle troligen sluta i förhandlade minsta gemensamma bestämmelser som uttrycker en acceptabel standard snarare än en bästa sed. Dessutom finns redan OECD:s regelverk som en sammanhängande uppsättning av principer för bolagsstyrning. De stora likheterna i de nationella bolagskoderna verkar som en enande faktor i Europa som i övrigt präglas av olikheter vad gäller aktiebolagsrätt och värdepappersrätt trots flera harmoniserande direktiv. EU:s ansträngningar bör istället inriktas mot att minska ”deltagandebarriärer”, de rättsliga barriärerna för aktieägare att engagemang i bolagens styrning (*participation barriers*) och ”informationsbarriärer”, barriärerna för befintliga och potentiella aktieägare att analysera företagens bolagsstyrning (*information barriers*).

Undersökningen lyfter fram några trender inom området som påverkat och kommer att påverka de studerade bolagskoderna. Kontrollen över företag är inte längre odiskutabel utan kan nu i större utsträckning än förr utsättas för övertagningsförsök i samband med offentliga bud. Tillgången till informationen kring företagens prestationer och styrning ökar samtidigt som det även ställs krav på att aktieägarna informerar om sina strategier. Möjligheterna för och kraven på aktieägarnas elektroniska kommunikation och deltagande ökar. Oron stiger för alltför höga ersättningar till ledande befattningshavare över hela Europa.

Winter-rapporten

EU-kommissionen initierade även en utredning av bolagsrättsexperten ledd av professor Jaap Winter kallad vilken framlades 4 november 2002 *A modern regulatory framework for company law in Europe* (den s.k. Winter-rapporten).

Rapporten försöker skifta fokus i EU:s reglering av bolagsrätt och bolagsstyrning. Regleringen har hittills handlat om att säkerställa skyddsmekanismer för aktieägare, borgenärer och andra istället för att skapa mekanismer som förbättrar de europeiska bolagens effektivitet och konkurrenskraft. Den bolagsrättsliga harmoniseringen har iklätts direktivformen vilket kan ha medfört att reglerna och underliggande perspektiv stelnat och i sin tur en oförmåga att förändras med tiderna. Detta samtidigt som omvärldens krav på företagets anpassningsförmåga snarast ökat medlemsstaternas reglering av frågorna tenderar till att använda flexiblere former genom förordningar, ramar och standarder vilka kan delvis övervakas genom förlitande till marknadskrafterna och som kan följas av en tillämpning enligt principen följ eller förklara. Rapporten förordar att EU lanserar en ny struktur för regleringen av bolagsrättsliga frågor som följer trenden i medlemsstaterna med större tillit till alternativen till direkt tvingande direktiv: kombination av direktiv och självreglering, rekommendationer från kommissionen, konsultationer med marknadsaktörerna.

Rapporten slår även ett slag för att utöka informationen kring företag; uppgiftslämnandet sägs vara ett kraftfullt regleringsverktyg. Informationsspridningen förbättrar offentligheten och ansvarsutkrävandet kring företagets affärer och styrning. Information kring företagets val och standarder gör att en god sed kan utvecklas och vidmakthållas. Istället för att anta substantiella regler kan regler för förbättrad information vara en mer effektiv reglering eftersom de skapar ett lättare regleringsmiljö som tillåter större flexibilitet och anpassningsförmåga. Samtidigt följer en fara med informationsöverskott. Allt uppgiftslämnande ska ske under förpliktelsen att lämna rättvis, relevant och meningsfull information.

Rapporten skiljer så av praktiska skäl mellan tre typer av företag istället för att som traditionell bolagsrätt skilja mellan publika och privata bolag.

Tabell 11 Bolagstyper enligt Winter-rapporten

Typ	Beskrivning	Regleringsform
Noterade företag	Företag med säte inom EU vars aktier är noterade vid en eller flera reglerade marknadsplatser. Företagen är underställda inte bara aktiebolagsrätt utan även börsrätt, noteringsavtal och självreglering. Företagen har normalt spritt aktieäggande.	Enhetliga tvingande och substantiella detaljregler
Öppna företag	Företag vars aktier inte är noterade men har en intern struktur som tillåter notering, fri överlåtbarhet och aktieägarspridning	Balanserat angreppssätt
Stängda företag	Företag vars aktier inte är fritt överlåtbara och därför inte kan handlas på en reglerad marknadsplats.	Stort utrymme för självständiga lösningar

Enligt rapporten har den europeiska bolagsregleringen förlorat målet ur sikte; målet som borde vara att bidra med ett rättsligt ramverk till dem som effektivt vill bedriva affärsverksamhet på ett sätt som de bedömer framgångsrikt. Detta kräver flexiblere regler och

former för reglering, mer partsautonomi och mindre besvärliga rutiner. Tendensen att all lagstiftning, även bolagsrätten, ska användas till att beivra ekonomisk brottslighet och terroristverksamhet är oriktig. Till dessa målsättningar ska särskilda regler och regleringsformer utformas.

Bolagsrätten ska däremot anpassas till modern informationsteknik, som kan ha inverkan på bolagsrättens form, tidsramar, lokalisering och funktion. Informationstekniken ska dock inte förkorta aktieägarnas besluts- och svarstider, eftersom de är ett viktigt minoritetsskydd. Rapporten vill utnyttja de börsnoterade företagens webbsidor för att sprida information om företagens bolagsinformation. EU ska understödja initiativet till att samordna och länka de olika medlemsstaternas bolagsregister.

En stor del av rapporten ägnas framförallt åt den interna bolagsstyrningen där framförallt fem områden utreds och är föremål för förslag:

- Bättre information till aktieägare och borgenärer
- Förstärka aktieägarnas rättigheter samt minoritetsskyddet
- Förstärka styrelseledamöternas roller, plikter och ansvar
- Förstärka revisionens organisation, funktion och ställning
- Utredda behovet av en europeisk bolagskod

Rapporten anser i linje med den tidigare jämförelsen att EU inte ska sträva efter att skapa en enhetlig europeisk bolagskod eftersom dels underliggande bolagsrätt inte är harmoniserad, dels bolagsstyrningens förutsättningar varierar mellan medlemsstaterna. Istället ska bolagsstyrningen aktivt samordnas genom anpassning av medlemsstaternas lagstiftning och självreglering. För att uppnå detta ställs dock bl.a. krav på att medlemsstaterna ska tillskapa en bolagskod så att regleringsformen kan användas för att införa olika EU-bestämmelser på nationell nivå. Bolagskoder kommer alltså att spela en fortsatt viktig roll inom europeisk bolagsstyrning.

Kommissionens handlingsplan för bolagsstyrning

Efter Winter-rapporten fann kommissionen att det var rätt tid för en ambitiös nystart på harmoniseringsprocessen för bolagsrätten i EU. Motiven är att underlätta och stödja flera olika trender i näringslivet inom Europa: de europeiska företagen inriktar sig alltmer på verksamhet över nationsgränserna inom den inre marknaden, kapitalmarknaderna inom Europa fortsätter att integreras, informations- och kommunikationsteknik utvecklas snabbt samt utvidgningen av EU med nya medlemsstater. Uppdagade företagsskandaler har skadat förtroendet för aktie- och finansmarknaden. Kommissionen lade därför fram ett program 2003, *Modernare bolagsrätt och effektivare företagsstyrning i den Europeiska unionen – handlingsplan* (KOM (2003) 284).

Kommissionens centrala mål med handlingsplanen är 1) att stärka aktieägarnas rättigheter och skyddet för tredje person samt 2) att främja företagens effektivitet och konkurrenskraft. Ett avvägt skydd för aktieägarnas och tredje personers är kärnan i bolagsrätten och genom detta ska det skapas ett stort förtroende i affärsrelationerna som är förutsättningen för företagens effektivitet och konkurrenskraft. Att upprätthålla skyddet för aktieägare blir än viktigare i en framtid där företagens rörlighet ökar.

Även handlingsplanen upprepar att en bolagskod på EU-nivå är obehövlig. Samtidigt vill kommissionen att EU ska spela en aktiv roll inom bolagsstyrning. Kommissionen uttalar följande:¹⁹⁹

*En självreglerande marknadsmetod som endast grundas på icke-bindande rekommendationer räcker uppenbarligen inte alltid för att säkerställa att en sund praxis för företagsstyrning införs. Endast om vissa särskilt riktade bestämmelser finns införda kan marknaderna utföra sina disciplinerande uppgifter på ett effektivt sätt. Inför den ökande integreringen av de europeiska kapitalmarknaderna **bör ett gemensamt förhållningssätt antas på EU-nivå i fråga om ett fåtal väsentliga bestämmelser, och en tillfredställande samordning av företagsstyrningskoderna bör säkerställas.***

Handlingsplanen innebär således snarast att en mängd olika direktiv och rekommendationer ska utarbetas och implementeras än att regelmängden minskar. Handlingsplanen är indelad i tre faser: kort sikt (2003 – 2005), medellång sikt (2006 – 2008) och lång sikt (från och med 2009). Under de olika faserna ska kommissionen ta olika typer av initiativ inom åtta områden: bolagsstyrning, bevarande av kapital, företagsgrupper, omstrukturering, Europabolag, EU-bolagsformer, pyramider och insyn i nationella bolagsformer. De flesta initiativen rör bolagsrätt, bl.a. kapitalregler och omstrukturering av företag. Initiativen inom bolagsstyrning ska ske i de första två faserna.

Tabell 12 Åtgärder inom bolagsstyrning i EU:s handlingsplan

Tidpunkt	Handling	Normprodukt
Kort sikt (2003-2005)	Förbättrad information om bolagsstyrning (bl.a. bekräftelse av styrelseledamöternas kollektiva ansvar för viktig icke-finansiell information).	Lagstiftning (direktiv med ändring av befintlig lagstiftning)
	Integrerade rättsliga ramar för att underlätta kommunikation till aktieägarna och beslutsfattande (deltagande på stämmor, utövande av rösträtt, röstning över nationsgränser).	Lagstiftning (direktiv)
	Förstärkt ställning för oberoende icke anställda styrelseledamöter med tillsynsansvar.	Ej lagstiftning (rekommendation)
	Främja en lämplig ordning för ersättningen till styrelseledamöter.	Ej lagstiftning (rekommendation)
	Bekräftelse på EU-nivå av styrelsens kollektiva ansvar för den finansiella	Lagstiftning (direktiv med ändring av befintlig

¹⁹⁹ Handlingsplanen s 12. Fet stil i originalet.

	redovisningen.	lagstiftning)
	Sammanställande av ett europeiskt bolagsstyrningsforum för samordning av medlemsstaternas arbete på området.	Ej lagstiftning (initiativ från Kommissionen)
Medellång sikt (2006 – 2008)	Förbättra information från institutionella investerare om deras investerings- och röstningspolitik.	Lagstiftning (direktiv)
	Valmöjlighet för alla noterade företag mellan två typer av styrelsestruktur (monistisk och dualistisk).	Lagstiftning (direktiv)
	Ökat ansvar för styrelseledamöterna (särskild undersökningsrätt, tvångslikvidations- och styrelseförbudsbestämmelser).	Lagstiftning (direktiv eller direktiv med till existerande ändring av befintlig)
	Undersökning av konsekvenserna av en metod för att uppnå full aktieägardemokrati (en aktie – en röst), för noterade företag.	Ej lagstiftning (studie)

De mest brådskande åtgärderna ansåg kommissionen vara följande punkter:

- Införa en årsberättelse om bolagsstyrning för noterade företag som beskriver de viktigaste delarna av bolagsstyrningens struktur och praktik i företagen.
- Utarbeta rättsliga ramar för aktieägarnas utövande av olika rättigheter (t.ex. att ställa frågor, lägga fram förslag, rösta i sin frånvaro, rösta över nationsgränser och delta i bolagsstämmor på elektronisk väg).
- Främja oberoende ej anställda styrelseledamöter med tillsynsfunktion och införa minimistandarder för bildande, sammansättning och uppgifter för styrelseutskott.
- Inrätta lämpliga regleringsordningar som ger aktieägarna större insyn och inflytande över ersättningar till ledande befattningshavare.
- Skapa ett europeiskt forum för bolagsstyrning.

Kommissionen har även tagit initiativ till en översyn och utveckling av handlingsplanen genom en s.k. konsultation som ägde rum mellan 20:e december 2005 och 31 mars 2006.²⁰⁰ Det framkom att det finns ett starkt fortsatt stöd för handlingsplanen men en viss trötthet vad gäller införandet och implementeringen av nya regler. Alla vill dock fortsätta med regeländringar som är möjliggörande för företagen att agera på den inre marknaden.

Kommissionens åtgärder inom handlingsplanen

Handlingsplanen har manifesterats i ett antal olika åtgärder och nya regelverk. Här behandlas två av de viktigaste som vunnit kraft som svensk rätt: kommissionens rekommendation om att

²⁰⁰ Se Generaldirektoratet för den inre marknaden och tjänster, *Consultation and hearing on the future priorities for the action plan on modernising company law and enhancing corporate governance in the European union – summary report*, 2006.

främja en lämplig ordning för ersättningen till ledande befattningshavare i börsnoterade företag (2004/913/EG) och kommissionens rekommendation om uppgifter för företagsexterna styrelseledamöter eller styrelseledamöter med tillsynsfunktion i börsnoterade bolag och om styrelseutskott (2005/162/EG). Även om rekommendationerna inte är direkt bindande för medlemsstaterna på samma sätt som direktiv eller förordningar utgör de ett riktmärke för arbetet på nationell nivå i medlemsstaterna. Rekommendationerna kan genomföras med såväl lagstiftning som självreglering, t.ex. inom en bolagskod. Kommissionen anser att de berörda frågeställningarna är mycket komplexa vilket medför att detaljerade bindande regler inte nödvändigtvis är det mest önskvärda och effektiva sättet att uppnå de uppsatta målen.

Rekommendationen 2004/913/EG om ersättning till ledande befattningshavare syftar till att främja en sund bolagsstyrning genom att ge aktieägare mer information och ytterligare inflytande. Ersättning är ett av de områden som identifierats som nyckelområde för intressekonflikter. Kommissionen uttalar att ersättningssystemen bör omfattas av lämplig styrning och kontroll på grundval av lämpliga informationskrav. Rekommendationen ligger i linje med de krav på företagets ersättningar som angavs i handlingsplanen.

Med "ledande befattningshavare" (*director*) avses enligt rekommendationen varje medlem av noterade företags förvaltnings-, lednings eller tillsynsorgan. Rekommendationen tillämpas därtill på den verkställande direktören även om han eller hon inte ingår i de nämnda organen.

Varje börsnoterat bolag bör offentliggöra en förklaring om företagets ersättningspolicy ("ersättningsförklaring"), antingen som en separat rapport eller i årsredovisningen. Ersättningsförklaringen ska huvudsakligen inriktas på det kommande verksamhetsåret men också följande år om det är lämpligt samt tillämpningen under det gångna året. Ersättningsförklaringen bör åtminstone omfatta följande (II avsnitt 3.3 pkt 2004/913/EG):

- en redogörelse för den relativa betydelsen av de variabla och icke-variabla inslagen i de ledande befattningshavarnas ersättning,
- tillräcklig information om de resultatkriterier som ligger till grund för eventuella rättigheter till aktieoptioner, aktier eller variabla komponenter,
- tillräcklig information om kopplingen mellan ersättning och resultat,
- de huvudsakliga parametrarna och motiveringen för eventuella bonussystem och andra förmåner utöver kontant ersättning, och
- en beskrivning av huvuddragen i system för tilläggspensioner eller förtidspensioner för styrelseledamöter.

Ersättningspolicyn eller eventuella väsentliga ändringar av denna ska utgöra en uttrycklig punkt på dagordningen för bolagsstämman. Stämman bör även rösta om policyn. Även system för att ersätta ledande befattningshavare med aktier, aktieoptioner eller andra liknande rättigheter bör godkännas i förväg av stämman.

Utöver ersättningspolicy och ersättningsförklaring innehåller rekommendationen regler om information om ersättningen till ledande befattningshavare. Informationen om de ledande befattningshavarnas ersättningar och andra förmåner ska redovisas i detalj i årsredovisningen eller ersättningsrapporten.

Sverige införde nya regler 2006 i anslutning till rekommendationen som ändringar av ABL, jämför ovan.²⁰¹

Rekommendationen 2005/162/EG om företagsexterna ledamöter föreslår regler som ska mildra intressekonflikter genom att företagsexterna styrelseledamöter eller styrelseledamöter med tillsynsfunktion (oberoende ledamöter) får ett utökat ansvar i företagets styrelser. Problemet med bristande styrelsekontroll av företagsledningen är framförallt ett problem i de monistiska styrelsestrukturerna där det vanligen finns ett stort antal företagsinterna ledamöter. För att företagsledning ska underställas en effektiv och tillräckligt oberoende tillsynsfunktion bör styrelsen inkludera ett antal oberoende ledamöter. Särskilt inom områdena nominering, ersättning och revision har de oberoende en viktig funktion.

Den centrala frågan för rekommendationen är gränsdragningen mellan interna och externa ledamöter, dvs. hur oberoendet ska definieras. Oberoende uppfattas i princip som frihet från varje väsentlig intressekonflikt. En styrelseledamot anses vara oberoende endast om han eller hon inte har något affärsmässigt, familjmässigt eller annat förhållande – till företaget, dess kontrollerande ägare eller ledningen av endera av dem – som skapar en intressekonflikt av sådant slag att den kan äventyra hans eller hennes omdömesgilla agerande (III.13 2005/162/EG). Företagens organ vare sig de har förvaltande, ledande eller övervakande funktioner bör innehålla en balans mellan företagsinterna och oberoende ledamöter. Ingen grupp ska ha möjlighet att dominera beslutsfattandet i organen.

Rekommendationen har inte blivit föremål för lagstiftning i Sverige utan har istället setts falla inom självregleringens område. Traditionellt sett har Stockholmsbörsens noteringsavtal ställt krav på oberoende gentemot företagsledningen och kontrollägare. Bolagskoden har också som beskrivits tagit upp regler om styrelseledamöternas oberoende och därvid försökt anpassa den svenska bolagsstyrningen till rekommendationens regler (3.2.4 och 3.2.5 bolagskoden). Bolagskoden har även givit de oberoende ledamöterna särskilda roller i revisionsutskott och ersättningsutskottet (3.8.2 och 4.2.1 bolagskoden).

EU:s initiativ och engagemang i frågor rörande bolagsrätt och bolagsstyrning är för närvarande mycket högt. Utöver det som omtalats finns en mängd konsultationer, utkast till rekommendationer och annat material. Ytterligare ett förslag som förtjänar att omnämnas är t.ex. utkastet till direktiv som ska göra det lättare för aktieägare i börsnoterade företag att utnyttja sina rättigheter över gränserna inom EU (KOM (2005) 685). Även om ovanstående kan tjäna som en grundläggande orientering om ambitionerna och riktningen från romfördraget fram till dags dato är den under kontinuerlig utveckling. EU:s webbsida för bolagsrätt och bolagsstyrning upplyser om nyheter, konsultationer och planer.²⁰²

9.2. Frivilliga internationella regler

EU har som nämnts uttryckligen valt att inte upprätta en gemensam gränsöverskridande bolagskod. Ett av skälen till denna ståndpunkt är att OECD redan tagit fram en internationell bolagskod. Även andra internationella organ har tagit fram riktlinjer inom till bolagsstyrningen närliggande områden, t.ex. FN:s Global compact och ILO:s åtta kärnkonventioner. De senare kan inordnas under företagets sociala ansvar (*corporate social*

²⁰¹ Prop. 2005/06:186

²⁰² EU:s webbsida om bolagsrätt och bolagsstyrning: http://ec.europa.eu/internal_market/company/index_en.htm.

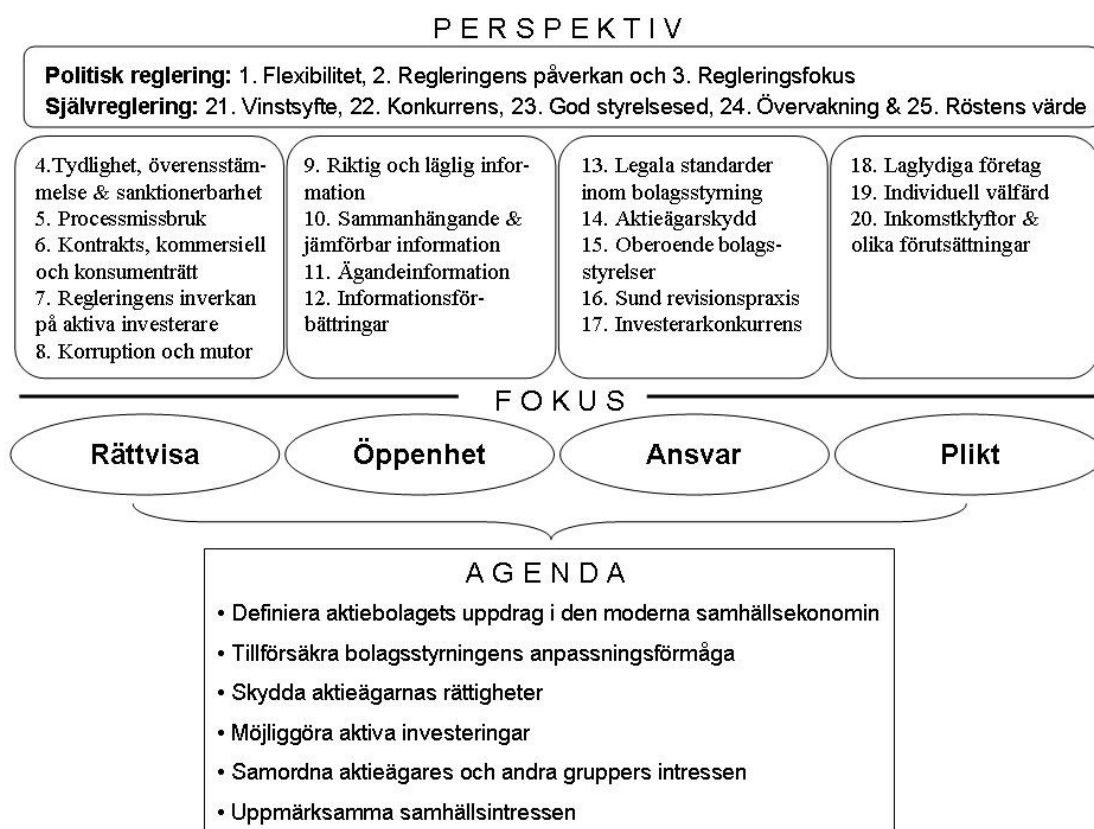
responsibility) medan OECD:s bolagskod berör ämnen som faller in under den mer avgränsade definitionen av bolagsstyrning.

Millstein-rapporten

OECD (Organisation for economic co-operation and development), som bildades 1960, är en internationell organisation som försöker främja högsta uthålliga ekonomiska utveckling och anställningsnivå samt ökad levnadsstandard i sina medlemsstater (cirka 30 stycken varibland Sverige är en). 1996 föranstaltade OECD en utredning av bolagsstyrning vilket ledde till inrättandet av *The Business sector advisory group on corporate governance* med ordföranden Ira M. Millstein vilken två år senare publicerade sin rapport *Corporate governance: improving competitiveness and access to capital in global markets* (den s.k. Millstein-rapporten).

Rapporten anför att både politiska medel och privata initiativ behövs för att förbättra konkurrenskraften och tillgången till kapitalmarknaderna. Rapporten sätter upp en agenda för sådana förslag, perspektiv på politiska förbättringar samt värdegrunder för bolagsstyrningen. Dessa 20 byggstenar sammanfattas i figur 13.

Figur 13: Millstein-rapportens byggstenar



Fokus för lagstiftning och självreglering är således rättvisa, öppenhet, ansvar och plikt (*fairness, transparency, accountability, and responsibility*). Inom rättvisa faller åtgärder som syftar till att skydda aktieägare mot ekonomisk brottslighet samt oegentligheter bland interna

beslutsfattare i företagsledningen och hos kontrollägaren. Regleringen ska även tillförsäkra att kontraktrelationerna med de parter som tillför resurser till företaget och t.ex. kunder är sanktionerbara. Öppenheten förutsätter läglig och adekvat information om finansiella prestationer. Informationen ska vara tydlig, sammanhängande och jämförbar. Den ska möjliggöra informerade beslut för investerare över hela världen. Ansvar är allmänt sett baserat på ett system av interna kontroller och balanser mellan olika roller i bolagsstyrningen, inte minst sund revisionspraxis. Oberoende styrelser spelar en viktig roll i övervakningen av företagsledningen. Företag har en plikt att uppmärksamma sociala normer vid fullföljandet av sin verksamhet och likaså har statsmakten en plikt att understödja och skydda individerna mot marknadskrafterna.

OECD:s principer för bolagsstyrning

Millstein-rapporten ledde till att OECD 1999 tog fram principer för bolagsstyrning i syfte att hjälpa OECD-länder och andra stater att utvärdera och förbättra sina rättsliga, institutionella och reglerande ramverk för bolagsstyrning. Principerna utgör en uppsättning icke-bindande standarder och goda seder som kan tjäna till ledning såväl som implementering. Principerna har blivit ett internationellt erkänt riktmärke för lagstiftare, normgivare, investerare, företag och andra intressenter över hela världen. OECD:s principer är till en del en ”meta-kod”, en samling regler för att upprätta bolagskoder. 2004 reviderades principerna för att uppdatera dem i ljuset av den senaste utvecklingen inom området.

OECD:s principer är indelade i sex områden:

- I. Säkerställning av grunden till ett effektivt ramverk för bolagsstyrning
- II. Aktieinnehavarnas rättigheter och äganderättens nyckelfunktioner
- III. Likvärdig behandling av aktieinnehavare
- IV. Intressenternas roll inom bolagsstyrning
- V. Informationsgivning och öppenhet
- VI. Bolagsstyrelsens skyldigheter

OECD:s principer för bolagsstyrning ställer dels upp principer inom respektive område, dels ger kommentarer till rekommendationerna. Principerna är utformade som en huvudregel och flera kompletterande regler.

Den första principen är att bolagsstyrningens ramverk ska stödja öppna och effektiva marknader, vara underkastade rättssäkerhetskraven och tydligt fördela ansvaret mellan olika normgivande, övervakande och tvingande organ. Bolagsstyrningens ramverk ska utformas med insikt om dess påverkan på samhällsekonominns prestationsförmåga, marknadsintegritet och incitamenten för marknadsaktörerna. Bolagsstyrningens regler ska upprättas i linje med kraven på bl.a. rättssäkerhet och öppenhet. Organ och myndigheter inom området ska fördela ansvaret för normgivning, övervakning och tvångsmedel på ett tydligt sätt som gagnar samhällsintresset. De ska auktoritet, integritet och resurser för att uppfylla sina plikter på ett professionellt och objektivt sätt. (I. A – D)

Den andra principen är att bolagsstyrningens ramverk ska skydda och underlätta utövandet av aktieinnehavarnas rättigheter. Aktieinnehavarens ska tillförsäkras vissa grundläggande

rättigheter, däribland dispositionsrätt, rösträtt och finansiella rättigheter. Aktieinnehavaren har rätt att delta i och få information om beslut rörande väsentliga förändringar hos företaget. Aktieinnehavaren ska få möjlighet att delta effektivt i bolagsstämmor och få information om regler kring dessa möten. Företagen måste lämna information om arrangemang som innebär att vissa aktieinnehavare har oproportionellt stort inflytande i förhållande till sitt aktieinnehav. Marknader för bolagskontroll ska tillåtas fungera på ett öppet och effektivt sätt. Alla aktieinnehavares möjlighet att effektuera sina rättigheter ska underlättas, varvid ett särskilt ansvar vilar på institutionella investerare. Aktieägare ska ha möjlighet att träffas och diskutera utövandet av sina rättigheter. (II. A – G)

Den tredje principen är att bolagsstyrningens ramverk ska trygga likvärdig behandling av alla aktieinnehavare, inklusive minoritet och utländska aktieinnehavare. Alla aktieinnehavare ska ha möjligheten till effektiva sanktioner mot kränkningar av deras rättigheter. Aktieinnehavare inom samma aktieklass ska behandlas likvärdigt och ha rätt till information och inflytande över förändringar i sin klass. Insiderhandel ska förbjudas. Företagets representanter i styrelse och ledning ska vara förpliktigade att informera om de har väsentliga intressen i någon transaktion eller omständighet som påverkar företaget. (III. A – C)

Den fjärde principen är att bolagsstyrningens regelverk ska erkänna intressegruppers rättigheter som etableras genom lag eller avtal och uppmuntra aktivt samarbete mellan företag och intressegrupper som skapar välfärd, arbetstillfällen och uthålliga finansiellt sunda affärsverksamheter. Intressegrupper som etableras genom lag ska ha möjlighet till effektiva sanktioner mot kränkningar av deras rättigheter. Prestationshöjande mekanismer för anställdas delaktighet ska tillåtas. Intressegrupperna ska ha tillgång till relevant, tillräcklig och tillförlitlig information. Intressegrupperna ska ha frihet att kommunicera sina åsikter om företaget. Det ska finnas ett effektivt ramverk beträffande företags insolvens och effektiva tvångsmedel för att säkra borgenärernas rättigheter. (IV. A – F)

Den femte principen är att bolagsstyrningens ramverk ska försäkra rättida och riktig informationsgivning rörande alla väsentliga omständigheter hos företaget, inklusive finansiell ställning, resultat, ägande och styrning. Informationsgivningen ska förberedas och formas i anslutning till standarder för finansiell och icke-finansiell information. Årlig revision ska genomföras och externa revisorer ska vara ansvarig inför aktieinnehavarna. Kanalerna för informationsspridning ska förse användarna med jämbördig, rättida och kostnadseffektiv tillgång till relevant information. Ramverket ska även ordna för analytiker, rådgivares, mäklares och kreditbedömares arbete. (V. A – F)

Den sjätte principen är att bolagsstyrningens ramverk ska tillförsäkra strategisk styrning av företag, styrelsens effektiva övervakning av företagsledningen och styrelsens ansvar inför företaget och aktieinnehavarna. Styrelseledamöterna ska utföra sina förpliktelser i företagets och aktieinnehavarnas intresse. Styrelsen ska behandla alla aktieinnehavare rättvist. Styrelsen ska tillämpa en hög etisk standard och ta hänsyn till intressegrupperna. Styrelsen har vissa nyckelfunktioner, bl.a. granskning av företagets strategi, övervakning av företagets styrning samt att välja och kontrollera ledande befattningshavare i företaget. Styrelsen ska kunna basera sina beslut på objektivitet och oberoende. Styrelsen måste ges tillgång till riktig, relevant och rättida information. (VI. A – E)

9.3. Inspirerade internationella regler

Bolagsstyrning är som tidigare beskrivits i mycket en internationell rörelse där olika länder och organ samtalar sinsemellan och påverkar varandra. Svenska regelmakare både tvingas, av marknadskrafter och bundenhet till internationella normer, och följer frivilligt regler...

Cadbury-rapporten

En mycket omtalad rapport är den som blev resultatet av ett kommittéarbete som leddes av Sir Adrian Cadbury, 1992 års *Report of the committee on the financial aspects on corporate governance* (den s.k. Cadbury-rapporten). Rapporten hade till bakgrund de finansiella skandalerna i Storbritannien, bl.a. Bank of credit and commerce international (BCCI) som var involverad i allt mellan skatteflykt till terrorismfinansiering, samt ökande oro för ersättningssystemen till eldande befattningshavare. Kommittén förordnades av Londonbörsen och redovisningsorganisationer för att adressera de finansiella aspekterna av bolagsstyrning.

*The principles on which the Code is based are those of openness, integrity and accountability. They go together. Openness on the part of companies, within the limits set by their competitive position, is the basis for the confidence which needs to exist between business and all those who have a stake in its success. An open approach to the disclosure of information contributes to the efficient working of the market economy, prompts boards to take effective action and allows shareholders and others to scrutinise companies more thoroughly. Integrity means both straightforward dealing and completeness. What is required of financial reporting is that it should be honest and that it should present a balanced picture of the state of the company's affairs. The integrity of reports depends on the integrity of those who prepare and present them.*²⁰³

Cadbury-rapportens övergripande motton är alltså öppenhet, integritet och ansvar. Den är inriktad på framförallt frågor kring styrelsen rapport- och kontrollfunktioner samt revision. Styrelser ska vara effektiva både i sitt sätt att leda och kontrollera affärsverksamheten. I det engelska monistiska systemet innebär detta att styrelsen måste bestå av både oberoende och företagsinterna ledamöter. De oberoende ledamöterna har två särskilda funktioner: den första är att granska styrelsens resultat och uppträdande och den andra är att ta en ledande roll i de situationer där intressekonflikter kan uppstå. Styrelseordföranden har ett särskilt ansvar för att styrelsearbetet ska fungera, balansen mellan styrelseledamöterna vidmakthålls, avstämningen mot aktieägarnas intressen m.m. Cadbury-rapporten accepterar motvilligt att styrelseordföranden och verkställande direktören är en och samma person, men vill i sådant fall ha extra inslag av oberoende ledamöter. Rapporten förordar inrättandet av nominerings-, revisions- och ersättningskommittéer som utskott till styrelsen. Rapporten finner att en särskild svaghet som uppdagats är den finansiella rapporteringen och redovisningsbehandlingen av olika händelser i företagen. Företagen bör publicera både års- och delårsrapporter och gärna även kvartalsrapporter även om i fråga om dessa kostnadsaspekten bör vägas in.

Cadbury-gruppen anser att revision är en av hörnstenarna i bolagsstyrning. Revisorernas roll försvagas av flera olika faktorer, bl.a. stora valmöjligheter inom redovisningen, svag kontakt mellan aktieägarna och revisorerna, konkurrensen mellan revisionsfirmorna och

²⁰³ *Report of the committee on the financial aspects on corporate governance* s 15.

kostnadsbesparingar på revisionen i företagen. Även det s.k. förväntningsgapet försvagar revisorernas roll – det finns en diskrepans mellan vad revisorer åstadkommer och vad man tror att revisorer ska åstadkomma. Exempelvis är styrelsen den ytterst ansvariga för att upptäcka ekonomisk brottslighet i företaget. Ett viktigt steg i ledet att rädda situationen är att skärpa redovisningsstandarderna. Andra sätt är att tillskapa revisionskommittéer för bättre kommunikation mellan styrelse och revisorer, att begränsa revisorernas möjlighet att leverera andra tjänster än revision till sina klienter och att rotera revisorer oftare. Striktare regler kring revisorernas roll, uppgifter och ansvar är ytterliga åtgärder för samma mål.

Ytterligare en viktig punkt i rapporten är att stärka den interna kontrollen i företag. Intern kontroll är en essentiell del av ett välskött företag och något som brustit i de flesta finansiella skandaler. Styrelsen ska rapportera om den interna kontrollens effektivitet och revisorerna ska uttala sig om denna rapport.

Rapporten tar även upp frågan om aktieägarnas roll i företaget. En avgörande punkt är att effektivare stämmor ökar styrelsens ansvar gentemot aktieägarna. Reformen inom stämmans former och innehåll är alltså viktiga steg på mot bättre bolagsstyrning. Rapporten tar särskilt upp problematiken med institutionella investerare och hänvisar till de institutionella investerarnas egen utredning där man särskild betonar tre punkter: regelbunden kontakt med företagsledningen, faktisk användning av rösträtter, ett positivt intresse för konfliktfrågor som t.ex. ersättning till ledande befattningshavare.

Cadbury-rapporten avslutas med en sammanfattande regelsamling för god sed i bolagsstyrning, *code on best practice*, som senare blev en del av Storbritanniens *Combined code*.

Combined code

Storbritanniens *The combined code on corporate governance* kallas ibland ”kodernas kod” eftersom den tjänat till föredöme för de flesta andra bolagskoder och påverkat sättet att reglera bolagsstyrningen över hela världen. Ursprunget är Cadbury-koden, men den involverar flera andra regelsamlingar, bl.a. Greenbury och Turnbull (se nedan), som tillsammans bildar en kombinerad regelsamling för bolagsstyrning, en bolagskod. Bolagskoden förvaltas och övervakas av FRC:s (*Financial reporting council*) *Corporate governance committee* som är en oberoende normgivare inom finansiell rapportering och bolagsstyrning. Bolagskoden inordnas i London Stock Exchanges börsregler av brittiska FSA (*Financial Services Authority*) som är en utomrättslig självreglerande organisation med viss lagfäst normgivande auktoritet. Bolagskoden ska alltså tillämpas av företag som är noterade på Londonbörsen. Bolagskoden har utvecklats i flera led och den senaste versionen är från juni 2006 och kommer formellt att träda ikraft under andra kvartalet 2007. Bolagskoden innehåller som sagt flera delar. Bortsett från Cadbury-rapporten kan bolagskodens härledas från en mängd olika utredningar och separata regelverk, se tabell 13.

Tabell 13 Utredningar i anslutning till *Combined Code*.

År	Ordförande	Titel	Fokus
1992	Adrian Cadbury	<i>Report of the committee on the financial aspects of corporate governance</i>	Styrelse och revisor

1995	Richard Greenbury	<i>Directors' remuneration – report of a study group chaired by sir Richard Greenbury</i>	Ersättningen för ledande befattningshavare
1998	Ronald Hampel	<i>Committee on corporate governance: final report</i>	Bolagsstyrning (ledde fram till <i>Combined Code</i>)
1998	Nigel Turnbull	<i>Internal control: guidance for directors on the combined code</i>	Intern kontroll
2001	Paul Myners	<i>Institutional investment in United Kingdom</i>	Institutionella investerare
2003	Derek Higgs	<i>Review of the role and effectiveness of non-executive directors</i>	Oberoende styrelseledamöter
2003	Robert Smith	<i>Audit committees: combined code guidance</i>	Revisionsutskott
2003	Laura D'Andrea Tyson	<i>The Tyson report on the recruitment and development of non-executive directors</i>	Oberoende styrelseledamöter
2004	Paul Myners	<i>Review of impediments to voting UK shares</i>	Aktiers rösträtt

Bolagskoden, *the Combined code*, berör dels företag, dels institutionella ägare. Den är indelad i fem avsnitt (A – E) med regler för olika områden: styrelse, ersättning, finansiell rapportering och revision, relationer med aktieägarna och institutionella ägare. Bolagskodens regler är indelade i huvudprinciper, kompletterande principer och kodbestämmelser. Företagen som tillämpar bolagskoden ska beskriva hur de tillämpar de primära och sekundära principerna samt antingen bekräfta att de följer kodbestämmelserna eller förklara varför de inte gör det.

Den största andelen av reglerna gäller styrelsen. Varje företag ska vara lett av en effektiv styrelse som är kollektivt ansvarig för företagets framgång (A.1). Enligt *Combined code* är styrelsens roll att ge företaget entreprenöriellt ledarskap inom ett ramverk med kontrollfunktioner och riskhantering. Ingen individ ska ha en obehindrad beslutsmyndighet och det ska råda en tydlig uppdelning mellan styrelseordföranden och verkställande direktören (A.2). Principen lyfter fram styrelseordförandens centrala betydelse för styrelsens arbete och effektivitet samt kommunikationen med aktieägare och företagsledning. Styrelsens sammansättning ska uppvisa en jämvikt mellan interna (*executive*) och externa (*independent non-executive*) styrelseledamöter så att ingen av grupperna kan dominera styrelsebesluten (A.3). Det ska inte finnas en maktkoncentration till en eller ett par personer utan gruppernas interna och externa styrelseledamöter ska ha en stark närvaro inom styrelsen. Det ska finnas en formell och öppen process för att utse styrelseledamöter (A.4). Rekryteringen ska ske på grundval av sökandens förtjänster vilka ska möta objektiva kriterier. Här ingår bland annat att företagen ska ha en valberedning. Styrelsen ska förses med information i rätt tid och denna ska vara i en sådan form och kvalitet att styrelsen kan fullgöra sina uppgifter (A.5). Styrelsen ska underkastas en formell och rigorös utvärdering årligen (A.6). Styrelseledamöterna ska prövas i omval med regelbundna mellanrum och man ska försäkra sig om en förnyelse av styrelsen (A.7). Bolagskoden innehåller även en separat avdelning med ytterligare regler kring styrelsen med riktlinjer för bl.a. styrelseordförande, oberoende styrelseledamöter, ersättningsutskott, valberedning. Denna avdelning är baserad på Higgs-rapporten.

Beträffande ersättning till ledande befattningshavare innehåller bolagskoden bestämmelser om nivån, formen och tillvägagångssättet. Ersättningens nivå ska vara tillräcklig för att attrahera, behålla och motivera befattningshavare av sådan kvalitet som krävs för ett framgångsrikt företag, men man ska undvika att betala mer än det som är nödvändigt för att möta dessa syften (B.1). Det ska finnas en formell och öppen procedur för att bestämma befattningshavarnas ersättningar och ingen befattningshavare ska involveras i sättandet av sin egen ersättning (B.2).

Bolagskoden innehåller mycket kortfattade regler kring finansiella rapporter och revision eftersom andra regelverk reglerar dessa områden. Styrelsen ska presentera en balanserad och begriplig bedömning av företagets position och förtidsutsikter (C.1). Styrelsen ska även upprätthålla en sund intern kontroll för att skydda aktieägarnas investering och företagets tillgångar (C.2). Vidare ska styrelse etablera ett formell och öppet system för hur de ska tillämpa principerna om finansiell rapportering och intern kontroll samt för att upprätthålla en lämplig relation till revisorerna (C.3). I detta ingår bl.a. att inrätta ett revisionsutskott. Bolagskoden innehåller en separat avdelning som är inriktad mot intern kontroll, vilken är baserad Turnbull-rapporten, och en annan avdelning om revisionsutskott, baserad på Smith-rapporten.

Relationen mellan företag och aktieägare behandlas i två avsnitt där utgångspunkten å ena sidan är styrelsens relation till aktieägarna och å andra sidan de institutionella investerarnas relation till företaget. Det ska finnas en dialog mellan företaget och aktieägarna baserat på en ömsesidig förståelse för varandras målsättningar, denna dialog är styrelsens ansvar (D.1). Företaget årsstämma ska användas för att kommunicera med aktieägarna och styrelsen ska uppmuntra aktieägarna att delta (D.2). Institutionella investerare ska engagera sig i en dialog med företaget baserat på en ömsesidig förståelse för varandras målsättningar (E.1). Institutionella investerare ska värdera företagets bolagsstyrning med fördragsamhet (E.2). Institutionella investerare har ett ansvar att omsorgsfullt använda sin rösträtt (E.3).

The Combined code innehåller de flesta av de regler som diskuteras i relation till bolagsstyrning. Det finns en uppenbar likhet med vår svenska bolagskod på många punkter, bl.a. fokuseringen på styrelsens sammansättning och uppgifter samt utvecklingen av nya organ för att bereda olika konfliktbenägna frågor i företaget. De lakoniska skrivningarna om revisorer och institutionella investerare är också områden där det finns paralleller. Det går en viktig skiljelinje i den svenska bolagskodens fokusering kring valberedningen som är ett organ underställt bolagsstämman eller aktieägarna vilket inte är fallet i den brittiska bolagskoden som har denna funktion som ett styrelseutskott. Detta har bl.a. sin grund i den monistiska styrelsestrukturen i Storbritannien. En annan viktig skillnad är att den brittiska bolagskodens bestämmelser lägger större vikt vid de oberoende styrelseledamöterna vilka får bli en garant för styrelsens kontrollfunktion. Den svenska styrelsen har ju en mer extern karaktär till formen även om triumviratet kontrollägare – styrelse – företagsledning i praktiken bildar en intern krets av makthavare. De oberoende ledamöterna har alltså i praktiken en lika viktig roll att spela i svensk bolagsstyrning.

SOX

Efter flera uppseendeväckande skandaler i USA i början av 2000-talet (bl.a. Enron, MCI Worldcom och Tyco international) kom den beryktade SOX (Sarbanes – Oxley Act), eller som det heter i rubriken till lagen *An act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other*

purposes. En stor del av lagen ska implementeras genom detaljregler från USA:s finansinspektion SEC. Lagen uppfattas av många som alltför hård och kostsam men också som misslyckad och felriktad.²⁰⁴ SOX har fått stort inflytande på bolagsstyrningen världen över eftersom den innebär en svängning från självreglering till lagreglering på en marknad som har haft tradition av förhållandevis gott marknadstryck inom bolagsstyrningen. Eftersom lagen ska tillämpas på företag som är noterade på amerikanska börser som *New York stock exchange* (NYSE) och *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (NASDAQ) samt för företag som har minst 300 aktieägare i USA får lagen direkt betydelse för flera svenska företag, däribland Ericsson, Stora Enso, Autoliv och Volvo. Företag med utländska säten skulle dock tillämpa lagen först 2006.

Lagen spänner över ett vitt spektrum av bolagsstyrningen och innehåller elva olika avdelningar, bl.a. en ny övervakningspanel för noterade företags redovisning, revisorers oberoende, ansvar i aktiebolag, förbättrad finansiell information, intressekonflikter i analytikerklubben samt utökade brott och straff inom affärsverksamhet. Bestämmelser i SOX som fått stor påverkan på näringslivet bl.a. för revisorerna arbete och organisation samt styrelsernas arbetsuppgifter och ansvar. Två av de mest omtalade bestämmelserna är paragraferna (sektionerna) 201, 302 och 404.

Paragraf 201 behandlar revisionsbyråerna tjänsteförsäljning som inte rör regelrätt revision. Revisionsbyråerna förbjuds att syssla med bl.a. bokföring, ekonomisystemimplementering, värdering, internrevision, verksamhetskonsultation och legala tjänster. Eftersom de mest inflytelserika byråerna i Sverige även är internationella med en stark koppling till USA har regleringen fått ett stort inflytande på svenska revisionsbyråers arbete och organisation, bl.a. genom avvecklingen av avdelningar för legala tjänster.

Paragraf 302 handlar om det aktiebolagsrättsliga ansvaret för finansiell rapportering. Det som diskuteras mest är den s.k. underskriftsmeningen i finansiella rapporter, dvs. en försäkran från verkställande direktören och ekonomichefen att de har granskat rapporten, att ingenting i rapporten är osant såvitt de känner till, att man inte utelämnat väsentlig information m.m. Den svenska Kodgruppen diskuterade i sitt första förslag att införa en underskriftsmening för verkställande direktör och ekonomichef, men släppte sedan kravet för den senare. Den nya underskriftsmeningen enligt bolagskoden återfinns i 3.6.2. Sverige har förvisso sedan länge regler om styrelsens och verkställande direktörens undertecknande av årsredovisning i ÅRL 2:7.

Den kanske allra mest omdiskuterade regeln i SOX är paragraf 404 som innebär att årsredovisningen ska innehålla en rapport om företagets interna kontroll som ska

(1) state the responsibility of management for establishing and maintaining an adequate internal control structure and procedures for financial reporting; and

(2) contain an assessment, as of the end of the most recent fiscal year of the issuer, of the effectiveness of the internal control structure and procedures of the issuer for financial reporting.

²⁰⁴ Se t.ex. Romano, Roberta, *The Sarbanes – Oxley act and the making of quack corporate governance*, New York university law and economics working papers, New York university school of law, 2004.

Paragrafen har föranlett mycket kritik för att efterlevnaden av reglerna skulle föranleda stora kostnader för företagen. Motsvarande debatt finns i Sverige beträffande reglerna under 3.7 i bolagskoden. Ett särskilt ramverk för strukturen och genomförandet av intern kontroll i företag har upprättats av *The committee on sponsoring organizations of the Treadway commission* (COSO), som är en frivillig organisation med syfte att förbättra kvaliteten i finansiell rapportering genom affärsetik, effektiv intern kontroll och bolagsstyrning. COSO-ramverket är vanligt förekommande i debatten om intern kontroll.²⁰⁵

Sammanfattning

- Regelverken och normsystemen relaterade till bolagsstyrning är många. Både lagstiftaren och andra normgivare har under lång tid funnit det som sin uppgift att reglera maktbalansen i och kring företagen.
 - Inom lagstiftningsområdet hittar vi regelkomplex som i olika grader är riktade mot bolagsstyrning eller på annat sätt har effekt på intressenternas styrning av bolag. Skatterätt, associationsrätt, värdepappersrätt, redovisnings- och revisionsrätt och även straffrätt reglerar i större eller mindre utsträckning bolagsstyrningen.
 - ABL är den grundläggande lagen för bolagsstyrningen som lägger strukturen för de olika organen och funktionerna. ABL har en hierarkisk indelning av beslutanderätten i företag och även en funktionsfördelning mellan beslutande, verkställande och kontrollerande.
 - Den utomrättsliga normgivningen bygger framför allt på NBK:s, Stockholmsbörsen och FI:s arbete. Särskilt NBK:s rekommendationer och AMN:s uttalanden har ett stort inflytande inom bolagsstyrningsområdet.
 - De senast åren har de institutionella ägarna publicerat s.k. ägarpolicyer för att visa de egna ställningstagandena i bolagsstyrningsfrågor.
-

²⁰⁵ Se bl.a. Molin, Håkan och Billfalk, Magnus, *Intern kontroll för styrelseledamöter*, Skriftserie Bolagsstyrning, Ernst & Young, 2005.

DEL 3 BOLAGSSTYRNINGENS ESSENER

Kap. 10 Mekanismer i bolagsstyrningen

Kap. 11 Bolagsstyrningens system

Kap. 12 Sammanfattning och slutord

Bolagsstyrningen har en grund i flera teoretiska och praktiska diskussionspunkter som återgivits i första avdelningen. Bolagsstyrningen har givits uttryck i normer på olika nivåer i samhället som visats i förra avdelningen. Bolagsstyrningen blir därmed komplex och svåröverskådlig. Ett sätt att försöka ordna bolagsstyrningen är att sammanfatta den i några tydliga mekanismer och system. Bolagsstyrningens mekanismer är bl.a. röstning, köp och försäljning av aktier, sanktionering, finansiering, information och normering. Genom att göra bruk av mekanismerna kan företagets intressenter påverka företagets utveckling åt det ena eller andra hållet. Bolagsstyrningen brukar framställas som ett system, ett system som består av två nivåer. Det interna bolagsstyrningssystemet som bildas av bolagsorganen och det externa systemet som bildas av intressenterna, mekanismerna och bolagsstyrningens problem.

I detta kapitel beskrivs bolagsstyrningens mekanismer. Kapitlet tar avstamp i bolagsstyrningens olika problemställningar och utreder begreppet mekanismer. Mekanismerna står till de olika aktörernas förfogande för att påverka företaget och företagsledningen.

10. MEKANISMER I BOLAGSSTYRNINGEN

10.1. Summan av bolagsstyrningens problem

Som framställningen ovan beskriver ligger sammantaget fyra principiella problemställningar till grund för bolagsstyrningen. Det är ur denna förståelse som ämnet försöker hitta sina patentröslningar, sina mekanismer.

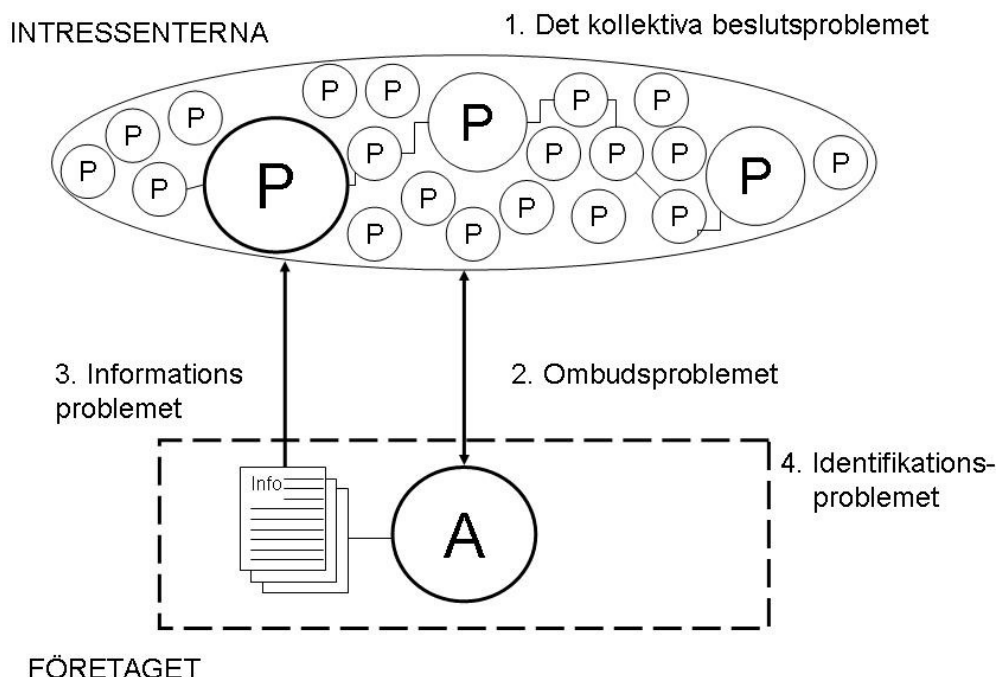
Inledningsvis uppmärksammades det problemetiska med att företagen har många och passiva ägare. Detta leder till att vi kan formulera *Problem 1: Beslutsproblemet*. Aktieägarkretsen i större företag består av olika typer av ägare vilka har olika incitament, riskpreferens och placeringshorisont. De flesta aktieägare har små innehav som inte i sig räcker till att påverka företagsledningen på annat sätt än att eventuellt kunna göra bruk av rättigheterna som följer av aktiebolagslagens minoritetsskydd. Detta passiviserar många ägare som istället för att ta aktiva beslut i sitt eget intresse följer eventuell majoritetsägare. De blir fripassagerare, dvs. de åker snålskjuts på andras aktiva handlingar och fyller inte sin roll som ansvarstagande ägare.

Ett andra grundläggande problem som gett upphov till bolagsstyrningen är konflikterna mellan de som äger aktier i företag och de som förvaltar företaget. Vi har sett den ena parten som uppdragsgivare och den andra som uppdragstagare, principal och agent. Detta leder till *Problem 2: Ombudsproblemet*. De två kontrahenterna står delvis i motsatt ställning pga. att de har olika preferenser och väljer det som är bäst för dem själv. Motsatsställningen medför att principalen står en risk dels när denne väljer agent, dels under relationens löptid.

Det tredje problemet, som förstärker beslutsproblemet och ombudsproblemet, är att få information kring styrningen – vilken riktning den ska ta och hur den lyckats. Den part som besitter den ingående kunskapen och informationen om verksamheten är inte aktieägare eller annan risktagande intressent utan ledningen. Detta leder till *Problem 3: Informationsproblemet*. Information kring företagande och bolagsstyrning är asymmetrisk, ojämnt fördelar mellan parterna.

Det fjärde problemet som inverkar på möjligheten att utveckla och använda olika mekanismer inom bolagsstyrningen är att identifiera och avgränsa den entitet som ska vara föremål för styrning. *Problem 4. Identifikationsproblemet*. I den mån normer ska tillskapas för att ordna bolagsstyrningen behöver adressaten för dessa normer preciseras, det kan vara företaget, företagets intressenter, bolagsorganen eller företagsledningen. Med vem kan de olika parterna förhandla och sluta avtal? Vilka parter är föremål för lagstiftning och självreglering? Ett sådan problem finns exempelvis inom straffrättslig reglering visavi bolagsstyrning.

Figur 14. Fyra grundläggande problem i bolagsstyrningen



Figur 14 försöker i grova drag illustrera de grundläggande problemställningarna i bolagsstyrningen. Principalerna (P) är många och har olika stort inflytande. En eller ett par principaler är kontrollägare och har ett bestämmande inflytande på företagets strategi och förvaltning. I anslutning till den s.k. kontrollägaren finns ibland ytterligare eller några få principaler som ingår i den informations- och kontrollsfär som stödjer kontrollägaren. De flesta av principalerna har dock inga relationer till kontrollägaren och deltar inte i kontrollen av och informationsutbytet med företagsledningen.

Principalerna kan ändå i aktiebolagsrättslig mening uppfattas stå i en och samma relation till företaget, detta är vinstintresset. Här kan företagsledningen sägas vara aktieägarnas ombud, ett ombud som förvaltar företaget, men också har en egen agenda. För att aktieägarna ska få information om hur företaget mår behöver de information, informationen är dock ojämnt fördelad mellan företagsledningen och aktieägarna samt sinsemellan mellan aktieägarna. Att man måste skilja på företagsledningen och företaget vad gäller styrningens adressater tillför ytterligare komplexitet till relationen.

Många experter inom bolagsstyrningen skulle säkerligen vilja komplettera bilden med fler problemställningar, t.ex. kontraktsproblemet eller normgivningsproblemet, men här får dessa fyra teckna den grundläggande kontexten för bolagsstyrningens mekanismer.

10.2. Vad är en bolagsstyrningsmekanism?

Kanske som svar på bolagsstyrningens oklara och skiftande problemställningar har man i debatten och doktrinen sökt att åtminstone identifiera tydliga och tillämpbara verktyg som kan

lösa problemen. Det talas ofta om *mekanismer* i bolagsstyrningen utan att närmare precisera vad som faktiskt menas med detta begrepp. Ordet mekanism för tankarna till ett deterministiskt universum där olika saker har sin bestämda plats och fungerar i enlighet med en på förhand uppgjord plan. Som inom så många områden inom samhällsvetenskaperna är detta dock inte annat än en idealiserad utgångspunkt. Viktigt är att hålla i minne att bolagsstyrning i grunden handlar om människor och relationer mellan människor. Det är sällan den rationella ekonomiska och juridiska logiken förslår att inordna samhällsmedborgarna i helt förutsägbara och strukturerade former. Begreppet mekanism är dock fruktbart som metod för att ordna bolagsstyrningen i ett mer överskådligt och praktiskt inriktat system.

Bolagsstyrning som tolkningsmodell kan sägas utgöra ett tecken på en *instrumentalisering* av associationsrätten och närliggande regelverk. Aktiebolaget sägs härvid bestå av mekanismer, dvs. tekniker och regler, som utgör medel för att organisera verksamheten.²⁰⁶ De klassiska principerna och existerande indispositiva regelverket omvandlas till lösningar för bolagsstyrningsfrågor och de rättsfigurer som introduceras genom lagstiftning utgör legitimering eller formalisering av praxis eller metoder för att anskaffa, utöva och balansera makt.²⁰⁷ Genom att se bolagsstyrning som en uppsättning mekanismer vänds fokus från domstolar och myndigheter som centrala instanser till aktieägare och andra intressegrupper. Bolagsstyrningen kan ses som en trend mot en mer rationell arbetsfördelning: lagstiftaren tillhandahåller och säkerställer verktygen, det är upp till parterna att göra bruk av dem, i yttersta fall med hjälp av domstol. I denna framställning används arbetsdefinitionen ”en mekanism är ett institut inom bolagsstyrningen med en rättsligt eller på annat sätt säkerställd effekt som en aktör självständigt kan förfoga över”.

Mekanismerna kan samverka eller motverka varandra. Mekanismerna syftar till att möjliggöra fördelning av makten mellan de involverade aktörerna. De kan användas för att få makt över ett företag i kamp med andra pretender. Betraktat utan enskilda aktörers målsättningar och aktiviteter bör mekanismerna kunna representera någon form av jämviktsläge där olika intressegruppers maktmedel i princip balanserar varandra. En balans mellan maktintressenterna, där ingen har möjlighet att fullständigt diktera villkoren för andra, föranleder respekt och förtroende vilket torde medföra låga transaktionskostnader och stabil grund för företagets utveckling.

Mekanismerna är beroende av den miljö i vilken de verkar. Betydelsen av enskilda mekanismer varierar mellan jurisdiktioner och över tiden. I Sverige var det t.ex. tidigare vanligt med korsäggande mellan företag, men detta är nu mer ovanligt. Ägarstrukturer i näringslivet är av avgörande betydelse för hur övriga mekanismer fungerar. De samspelar också med marknaderna för produktionsfaktorer, insatsvaror och slutprodukter.²⁰⁸ Hård konkurrens i företagets bransch kan t.ex. fungera som ett substitut till frånvaro av en kontrollägare. Mekanismerna kräver att flera olika grundläggande förutsättningar för att fungera, bl.a. det förmögenhetsrättsliga regelverket med rättsliga garantier för avtalsbundenhet och äganderätt samt en fungerande aktiehandel där köpare och säljare kan effektivt utbyta information på en öppen marknad.

Idén om mekanismer pekar på att inflytande i första hand erhålls genom handling. Hur en intressent agerar på marknaden och i förhållande till existerande regelsystem sänder signaler

²⁰⁶ Paillusseau, Jean, *The nature of the company*, 1991.

²⁰⁷ Antunes, José, *Liability for corporate groups*, 1994.

²⁰⁸ T:son Söderström, Hans, *Ågarmakt och omvandling*, 2003.

som kan verkar normerande för företagen, utöver den direkta effekten vartill själva handlingen syftar.

10.3. Mekanismerna inom bolagsstyrningen

I bolagsstyrningens barndom fanns framförallt en mekanism för att betvinga styrelse, ägare och andra aktörer i företag: sanktioner. Tidigare fanns som omtalats drakoniska straff för misslyckanden inom affärslivet. Straffpåföljder kan vara avskräckande, men erbjuder inte några egentliga remedier för de drabbade intressenterna. Ett mer passande sanktionsmedel är därför skadeståndsinstitutet. Att de felande parterna får ersätta sina offer kan verka både preventivt och kompensatoriskt vilket är ett sanktionsmedel som borde vara men i linje med bolagsstyrningens målsättningar. Båda dessa mekanismer har dock visats svåra att använda, utom vid flagranta övertramp. Att domstolar är mindre lämpade som forum för bolagsstyrningen har blivit tydligt, även om man gör en annan bedömning i USA.

Buketten av mekanismer har sedermera utvecklats. Utvecklingen av modern bolagsstyrning innebär flera nya mekanismer för att övervaka bolagsaktörerna, tillmäta ansvar och fördela makt. I enlighet med Hirschmans rösta-eller-gå-teori finns två principiella vägar för missnöjda intressenter: att uttrycka sitt missnöje eller säga upp förbindelserna med den felande parten. Detta har blivit till de grundläggande lösningarna inom den moderna bolagsstyrningen. De är utgångspunkter till teoretisk grund för de styrningsprinciperna i de olika bolagsstyrningsmekanismerna. Det följande ska översiktligt presentera sådana styrprinciper och tillhörande bolagsstyrningsmekanismer.

Röstning och utträde framstår som de två huvudalternativen för styrning och kontroll av företag. Utträde måste dock kompletteras med inträde, dvs. att en intressent skaffar sig ytterligare aktier i företaget. Inträde innebär att aktieägandet blir mer koncentrerat. Till huvudalternativen finns två stödjande alternativ som består dels i informationsgivning och informationskvalitet, dels sanktionering av oönskade beteenden. Därtill kommer en grundläggande möjlighet i att fördela rättigheter i förhållande till företaget till specifika intressenter. Utöver denna inre flora av styrnings- och kontrollalternativ finns två externa alternativ. Den första är marknadsalternativet som genom finansieringsaktiviteter förmår påverka företaget. Den andra är ett politiskt alternativ som påverkar företagen genom att vara normerande och på olika sätt binda företaget till olika principer. I tabell 14 är alternativen med tillhörande mekanismer uppställda.

Tabell 14 Alternativ för styrning och kontroll samt tillhörande mekanismer

Alternativ	Mekanism
Röstning	Röstning på bolagsstämma
	Val av styrelseledamöter
Ut-/inträde	Fientliga uppköp
	Handel med kontrollposter
	Ackumulering/ avyttring
	Insyns- och förslagsposition
Informationsgivning	Informationssystem (bl.a. redovisning)

	Revision
Sanktionering	Skadestånd
	Straff
	Skatter och avgifter
	Disciplinära sanktioner
Rättigheter	Minoritetsskydd
	Borgenärsskydd
Finansiering	Emissioner/utdelning/återköp/nedsättning
	Finansiella instrument
	Ersättningssystem
	Finansiella kontrakt
Normering	Reglering genom normgivning
	Reglering genom bolagsordning och avtal
	Ensidiga styrningsutfästelser

Röstning

Den principiellt viktigaste mekanismen är deltagande och röstning på bolagsstämman. Bolagsstämman har den principiella makten över bolaget och kan proaktivt ge styrelsen detaljerade direktiv i de flesta förvaltningsfrågor, men vanligare är att den reagerar med gillande eller ogillande på styrelsens förslag hur företaget ska utvecklas. De flesta andra bolagsstyrningsmekanismer siktar på eller understödjer röstningsmekanismen. Röstningen i denna form är en rättsligt fastställd mekanism som endast tillkommer aktieägare. Att göra sin röst hörd i Hirschmans bredare bemärkelse kan utvecklas även av andra intressenter.

Ett särskilt starkt kort inom aktieägarnas röstning är att rösta i val till styrelse, dvs. att se till att de egna åsikterna direkt får uttryck i företagets förvaltning genom att välja in egna representanter som styrelseledamöter. Formellt har styrelsen dock att ta hänsyn till det kollektiva aktieägarintresset. Styrelsevalet är en central mekanism i bolagsstyrningen och ett område som lagstiftaren varit benägen att förändra. Exempelvis har arbetstagarna erhållit en möjlighet att utöva inflytande direkt i företagets styrelse genom lag (1987:1245) om styrelserepresentation för de privatanställda. Arbetstagarrepresentanternas ställning motsvarar övriga styrelseledamöterna, men den har traditionellt framförallt utnyttjats som ett sätt att vara informerad om företagsledningens beslut.

Röstningsmekanismen kommer troligen att spela en än större roll i framtiden pga. ökade tekniska möjligheter att delta och rösta vid bolagsstämma. Möjligheter som flera normgivare vill göra rättsligt tillgängliga för aktieägarna. Stämmodeltagande via internet i realtid eller via e-poströstning kan göra även minoritetsaktieägare till en maktfaktor värd att beakta. Minskade kostnader för information och insamling av fullmakter eller röster förenklar poolning av röstberättigade och mobilisering av missnöjda aktieägare. Detta kan få en disciplinerande effekt på företagsledning och styrelse. I anslutning till detta kan sägas att en bolagsstyrningsmekanism som diskuteras i amerikansk rätt är s.k. *proxy fights* (fullmaktsstrider) där aktörer med olika uppfattningar inför stämmor försöker skaffa sig så många röstningsfullmakter som möjligt. Utvecklingen riskerar dock att åtföljas av att faktisk

handlingskraft i än högre grad ersätts med retorik och kosmetik för att vinna röster, som i den politiska världen, vilket återigen skulle minska förtroendet för bolagsstyrningen.

Det finns flera olika strategier för att dominera röstningsmekanismerna i företagen genom olika aktie- och företagsstrukturer. Genom att öka klyftan mellan kapitalinsats och röstvärde så blir kontrollägandet billigare och mindre riskfyllt. Berle och Means talade om separation mellan ägande och röstvärde men på denna nivå talar vi om separationen mellan kapitalägande och kontroll. Stora klyftor innebär även att det är svårt för en utomstående aktör att ta över ett företag oavsett hur mycket kapital denne besitter. De mest kända strategierna för att skapa sådan diskrepans är rösträttsdifferentiering, pyramidägande (ask-i-ask-ägande), korsägande och gyllene aktier.

Röstvärdesdifferentiering är det vanligast formen för att minska riskerna för kontrollägare i Sverige och utformas med stöd av ABL 4:5 som innebär att skillnaderna i röstvärde inte får vara större än 1:10. Röstvärdesdifferentiering framgår alltså direkt av företagens bolagsordning vilket inte är fallet med flera andra bolagsstyrningsstrategier. Röstvärdesskillnader är som tidigare beskrivits en het fråga inom den europeiska bolagsstyrningen.

Pyramidägande är en effektiv form för att separera röster från kapital.²⁰⁹ Pyramidägande innebär att företag äger varandra i flera nivåer, som en ask i en ask i en ask osv. Det är mycket vanligt i Europa där framförallt Italien har höga pyramider med ibland upp till tio nivåer. Svenskt pyramidägande baseras på färre nivåer eftersom ägarsfärerna ofta kombinerar denna strategi med röstvärdesdifferentiering. Många svenska ägarsfärer har ett börsnoterat investmentföretag som knutpunkt i sina pyramider.

Korsägande innebär att två eller flera företag äger varandra direkt eller indirekt. Ett sådant ömsesidigt aktieinnehav hotar att omkullkasta den maktfördelningstruktur som ABL föreskriver. Eftersom ett företag som företagsledningen har inflytande i också är aktieägare i det egna bolaget minska övriga aktieägars inflytande i motsvarande mån. Företagsledningens position förstärks till att företagen riskerar att blir ägarlösa. Korsägandet har i stort sett försvunnit bland svenska börsnoterade företag från att ha varit relativt vanligt, en rest var korsägandet mellan Stenbecksfärens ägarföretag Invik och Kinnevik som avvecklades 2004.

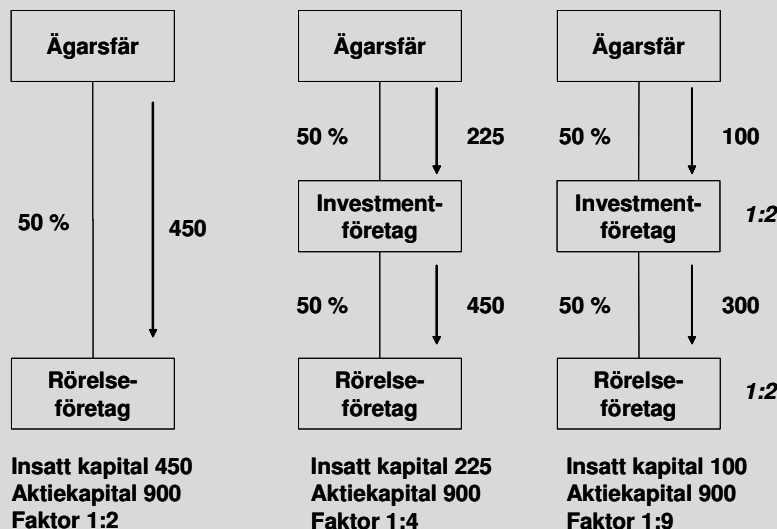
I flera länder har statliga företag privatiserats samtidigt som staten kvarstått med en s.k. gyllene aktie. Den gyllene aktien innebär att ägare till denna får veto i omröstningen i vissa frågor på bolagsstämman, t.ex. vid företagsförvärv. Gyllene aktier i flera länder har i flera fall prövats av EG-domstolen och befunnits olagliga, t.ex. spanska statens gyllene aktier i telekomföretaget Telefonica och bensinbolaget Repsol.

²⁰⁹ T:son Söderström, Hans, Ägarmakt och omvandling, 2003t.

Perspektiv 1: Pyramidägande kombinerat med röstvärdedifferentiering

RÖSTER I PYRAMIDERNA

I Sverige har de större ägarsfärerna sedan länge förlitat sig på en strategi för styrning och kontroll av företag som bygger på möjligheten att differentiera mellan företagets aktier och samtidigt bygga upp flera olika ägarnivåer, pyramidägande. Exempelvis använder både Wallenbergssfären och Handelsbankssfären denna metod. Metoden ökar utväxlingen mellan kapital och röster på ett dramatiskt sätt. Genom att svenska ägarsfärer kan utnyttja rösträttsdifferentiering tillsammans med pyramidstrukturer så kan pyramiderna göras med färre nivåer än i många andra länder, vilket förvisso kan öka känslan av genomlysning.



I ovanstående exempel väljer en ägarsfär mellan olika tekniker för att kontrollera ett rörelsedrivande företag. 1) Direkt ägande. Om det rörelsedrivande företaget har ett aktiekapital om 900 med fördelningen en aktie – en röst behöver ägarsfären sätta in 450 för att inneha 50 % av rösterna. 2) Pyramidägande. Ägarsfären använder ett investmentföretag som de kontrollerar genom ett innehav av 50 % av rösterna. Investmentföretag i sin tur investerar de 450 för att kontrollera rörelseföretaget. Eftersom ägarsfären bara behöver sätta in hälften av investmentföretagets investering riskerar de bara 225 av sitt kapital för att kontrollera hela rörelseföretagets kapital, dvs. en utväxling på sitt kapital om 1:4. 3) Pyramidägande med rösträttsdifferentiering. Ägarsfären använder sig av investmentföretaget och låter varje företag ha en oproportionerlig röstfördelning för aktierna så att ett aktieslag har två röster per aktie. I detta fall behöver investmentföretaget bara investera en tredjedel av aktiekapitalet i rörelseföretaget för kontroll, dvs. 300, (om en aktie ger 2 röster och 2 aktier ger en röst var innebär det att man bara behöver äga den röststarka aktien för kontroll vilken motsvarar en tredjedel av utestående aktier). Med samma logik behöver ägarsfären bara sätta in en tredjedel av investmentföretagets kapital, dvs. 100. Ägarsfärens totala utväxling på sitt kapital blir därmed 1:9, dvs. med ett kapital om 100 kontrollerar det ett företag med ett kapital om 900.

Ut- & inträde

Även om att ”rösta med fötterna” kan vara ett viktigt alternativ för att påverka företagsledningen så är det kanske mekanismens andra sida, att gå in som aktieägare, som är den viktigare i bolagsstyrningen. Att göra inträde i aktiebolagskretsen genom att förvärva aktier eller köpa hela företag betyder att man skapar en position för att utnyttja röstalternativet. Ett tryck nedåt på ett företags aktier genom missnöjesförsäljningar påverkar ju inte företagsledningen direkt medan ackumulerandet av röster innebär att företagsledningen

måste ta hänsyn till en förändrad maktstruktur. Sammantaget kan säga att alternativet sälja och köpa aktier är en säker väg till inflytande och spelar en viktig roll inom bolagsstyrningen.

Ut- och inträde i aktieägarkretsen garanteras ytterst av aktiens fria överlåtbarhet. Denna rättighet kan begränsas genom hembud, samtycke eller förköpsrätt enligt ABL men det är inte tillåtet för börsföretag. Alternativet ut- och inträde har stort samband med styrningsalternativet finansiering eftersom det alltid är ett pris som ska betalas för aktierna som byter händer. Detta är också en praktisk överlåtelsebegränsning: finns det köpare och säljare? Vilket pris begär eller betalar dessa?

Det finns flera mekanismer som bygger på ut- & inträde-alternativet. Primärt handlar det om att agera på den s.k. marknaden för företagskontroll, bl.a. genom fientliga företagsförvärv eller budstrider. Marknaden för företagskontroll räknas av flera, särskilt amerikanska auktoriteter, som en specifik bolagsstyrningsmekanism. Marknaden för företagskontroll har successivt reglerats alltmer genom olika former av bl.a. genom regler för handel med finansiella instrument, flaggning, budgivning, budplikt och försvarsmekanismer.

En mindre dramatisk mekanism inom ut- & inträde är att skapa en koncentration eller utspädning genom att köpa och sälja mindre aktieposter på marknaden. Här finns ett vitt spektrum av strategier. En aktieägare kan genom köp över börsen ackumulera eller avyttra aktier inom ett och samma företag. Sådan kontrollerad försäljning eller avyttring sker vanligtvis som vanlig aktiehandel med hjälp av aktiemäklare och fondkommissionärer. Ibland kan det ske på så sätt att kontrollposter tillskapas som kan ge reellt inflytande över företagets ledning. Hur stor en aktiepost måste vara för att ge ett inflytande i ett företag varierar kraftigt och beror både på företagen och olika marknader. Gränsen för ett koncernförhållande går vid 50 procents aktieinnehav, men i ett börsnoterat företag är det lägre, kanske 20 – 30 procent i genomsnitt.²¹⁰ 2006 fanns 30 av totalt 295 företag där ingen aktieägare har mer än 10 procent av kapital eller röster, varav endast ett; JM, som noterat bland Stockholmsbörsens största företag.²¹¹ Handel med kontrollposter sker inte på samma sätt som vanlig aktiehandel utan baseras på, vanligen konfidentiella, förhandlingar mellan specifika säljare och köpare. Även förvärv av enskilda aktier eller mindre poster kan bli ett sätt att få insyn i företagen och göra sina åsikter hörda inför övriga aktieägare vid bolagsstämman. Det senare är en strategi som relativt framgångsrikt använts av föreningen Aktiespararna.

Perspektiv 2: Fientliga uppköp

FIENTLIGA UPPKÖP – ETT BESTIARIUM

Ett fientligt uppköp definieras som ett offentligt erbjudande om företagsförvärv på ett börsnoterat företag där företagsledningen i målföretaget avstyrker budet. Det fientliga uppköpet hotar att i ett slag avhända målföretagsledningen kontrollen över och förtjänsten av företaget. Ett hot som avskräcker många företagsledningar. Det har därför utvecklats många olika sätt att försvåra för en budgivare. Här följer en icke-uttömmande lista på olika amerikanska metoder för förvärvsstrategier och motåtgärder vid offentliga bud:²¹²

<i>Crown jewel</i>	Företagsledningen säljer de viktigaste tillgångarna i företaget till utomstående.
--------------------	---

²¹⁰ Jfr SOU 1988:38 Ägande och inflytande i svenskt näringsliv.

²¹¹ Fristedt, Daniel och Sundqvist, Sven-Ivan, *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag 2006*.

²¹² Jfr Jonsson, Tor, *Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv*, Juridisk tidskrift 1996/97 nr 4 och Fällman, Anders, *Motåtgärder vid företagsförvärv*, bilaga 2, i SOU 1990:1 *Företagsförvärv i svenskt näringsliv*.

<i>Dawn raid</i>	Budgivaren ackumulerar aktier till en kontrollpost tidigt på morgonen innan målföretagets ledning hinner uppfatta transaktionerna.
<i>Golden parachute</i>	Målföretagets ledning beviljas generösa avgångsvederlag om företaget övertas.
<i>Greenmail</i>	Uppköparen köper en aktiepost för att utöva utpressning mot företagsledningen och tvinga företaget att köpa tillbaks aktierna med premium.
<i>Macaroni</i>	Målföretaget ger ut obligationer med villkoret att de ska köpas tillbaka med premium om företaget utsätts för utköp.
<i>Nancy Reagan</i>	Målföretagets ledning säger nej till budet och vägrar samarbeta med budgivaren i dennes företagsbesiktning, prospektframställning m.m.
<i>Pac man</i>	Målföretagsledningen lägger ett motbud på budgivaren.
<i>Poison pill</i>	Målföretaget emitterar skuldebrev med särskilda rättigheter som gör företaget mindre attraktivt för budgivaren.
<i>Saturday night special</i>	Budgivaren lägger budet utan tidigare kontakt med målföretagsledningen, ibland under en helg.
<i>Scorched earth</i>	Företagsledningen likviderar alla tillgångar i målföretaget och säger upp alla avtal med kunder och leverantörer.
<i>Staggered board</i>	Enligt målföretagets bolagsordning kan styrelsen bara väljas omlott så att inte alla styrelseledamöter kan bytas ut samtidigt.
<i>White knight</i>	Målföretagets ledning övertalar ett vänligt sinnat företag att lägga ett motbud på företaget.
Det ska tilläggas att reglerna gällande offentliga uppköpserbudanden har utvecklats mycket sedan många av de här olika taktikerna utvecklades i USA under 1980- och -90-talet. I den nya svenska lagen om offentliga uppköpserbudanden, LOE, kan exempelvis företagsledningen inte vidta motåtgärder som kan försämra för budgivaren med mindre än att bolagsstämman fått säga sitt (LOE 5:1). Men kreativiteten för att skydda sig mot fientliga företagsförvärv är stor i marknader med spritt ägande där företagsledningens position är mer utsatt.	

Sanktionering

Olika former av sanktionering av oönskade ageranden och ställningar har varit ett viktigt sätt för lagstiftaren av visa hur man ska uppträda i näringslivet. Det kan i viss utsträckning betecknas som de mest ingripande mekanismerna inom bolagsstyrningen. Därtill kommer att aktörerna själva inte förfogar över mekanismen utan sanktioneringen exekveras efter en utredning av auktoritativa organ, t.ex. domstolarna och marknadsplatsernas disciplinnämnder. Sanktionering har en disciplinerande effekt på företagsledningen och övriga aktörerna. Sanktioneringen kan ses som normgivarnas sätt att sätta gränserna för vad som är acceptabelt uppträdande för bolagsstyrningens aktörer. Därtill hör att sanktioneringen avkrävs större tydlighet och rättssäkerhet än övriga alternativ inom bolagsstyrningen.

Straffen rörande s.k. ekobrott har funnits sedan länge, framförallt 9, 10 och 11 kapitlen i brottsbalken. Huvuddelen av utförda ekobrotten rör dock bokföringsbrott och skattebrott.

Ekobrotten har vanligen inga specifika subjekt utan kan begås såväl anställda, företagsledning som aktieägare. Likaså har ABL:s jävsregler, generalklausuler m.fl. funnits för att aktieägarna ska kunna ställa företagsledningen till svars vid oduglig förvaltning och oegentligheter. Skadeståndsinstitutet stipuleras av aktiebolagslagens 29:e kapitel och kan träffa såväl styrelseledamöter och verkställande direktör som aktieägare, revisor och särskild granskare. Skadeståndsinstitutet skulle därför vara en verksam mekanism i bolagsstyrningen.

Straff och skadestånd är dock sällan förekommande som verktyg i bolagsstyrningen, särskilt vad gäller större företag. I flera av de uppmärksammade företagsskandalerna har sanktioneringen varit relativt verkningslös. I samband med Skandiaaffären pågår en brottsutredning gällande företagsledningen medan man förlikts i skadeståndsmålen. I Trustor och Prosolvias har några de åtalade friats av domstol.

Aktieäggande och företagstransaktioner är i stort reglerat genom skatter och avgifter som t.ex. gör det förmånligt för företagen att låna pengar från banker och kreditinstitut än att ta in riskkapital i form av aktieägare. Skatterna kan kanske inte direkt ses som ett sanktionssystem för bolagsstyrning, men är en viktig bakgrund och förklaringsfaktor för hur mekanismerna i bolagsstyrningen används i praktiken, särskilt hur in- och utträde samt finansiering kan användas.

Även olika former av disciplinära sanktioner förekommer inom bolagsstyrningen. Det viktigaste utomrättsliga sanktionsmedlet för noterade företag är marknadsplatsernas disciplinära ingripanden. Eftersom bolagskoden inlemmats i Stockholmsbörsens regelverk blir detta sanktionssystem en faktor i effektuerandet av bolagsstyrningen. Det återstår dock ännu att se om Stockholmsbörsen använder sina sanktionsmedel för att stävja bristande bolagsstyrning.

Perspektiv 3: Ekobrottens anatomi

EKO AV ETT BROTT²¹³

Varför är det så svårt att få fast ekobrottslingar? Ekobrottsmyndigheten uppskattar att ekobrotten kostar samhället 100 miljarder kronor per år men ändå är brottsbekämpningen eftersatt och upptäcktsrisken liten. Det kommer endast 4000 ärenden årligen till Ekobrottsmyndigheten varav de flesta rör små värden. I fallen av riksintresse finns bara ett fåtal fällande domar, bl.a. Fermenta, medan företagsskandalerna som Prosolvias och Trustor passerar utan åtgärd.

Några tentativa förklaringar till förhållandet hörs i debatten om ekobrott.

- Ekobrott har inga offer. I många ekobrott är det svårt att peka ut ett särskilt brottsoffer utan brottet drabbar ett företag, staten, aktiemarknaden eller samhällsekonomin. Detta medför att det inte finns någon skadelidande som anmäler brottet, istället måste myndigheterna arbeta aktivt för att uppdaga brotten.
- Ekobrotten är komplicerade. Många ekobrott har komplicerade gärningsbeskrivningar som innebär att flera olika moment måste klarläggas och bevisas. Ofta kritiserar polisens, åklagarnas och domstolarnas kompetens vad gäller att utreda, lagföra och döma i ekobrottmål.

²¹³ Se bl.a. Appelgren, Leif och Sjögren, Hans (red.) *Ekonomisk brottslighet och nationalstatens kontrollmakt*, Gidlunds förlag i samarbete med Riksbankens jubileumsfond, 2001; Ekobrottsmyndighetens webbsida www.ekobrottsmyndigheten.se samt Brottsförebyggande rådets webbsida www.bra.se.

- Brottsbekämpningen är ineffektiv. Det finns många olika organ som ska tvinga aktörerna att följa reglerna inom näringslivet, bl.a. Finansinspektionen, Stockholmsbörsen och allmän domstol. Tidigare har ingen särskild auktoritet haft huvudansvar för ekobrotten men 1998 bildades Ekobrottsmyndigheten (EBM), direkt underställd regeringen. Det finns därmed fem myndigheter som bekämpar ekobrott: polismyndigheten, åklagarmyndigheten, EBM, Skatteverkets skattebrottsenheter och Tullens brottsbekämpande enheter.
- Gärningspersonerna har en hög ställning. De som begår ekobrott har i många fall en sådan ställning i samhället att de inte misstänks för brott och dessutom kan anlita kunniga ombud. Deras ekonomi är ordnad och övriga relationer till myndigheterna är oklanderliga. Hög utbildning och status gör att brottsbekämpande myndigheter kommer i en annan position än gentemot vanlig kriminalitet.
- Ekobrotten är knutna till laglig verksamhet. I de flesta fall är ekobrotten bara en del av en i övrigt fullt laglig verksamhet. Det kanske bara är var hundra eller var tusende transaktion som är oegentlig vilket innebär att det blir svårt att hitta dessa enskilda händelser inom normalt affärsdrivande företagande. Det blir svårt att skilja mellan brottslig och laglig verksamhet.
- Ekobrotten är knutna till brottslig verksamhet. I många fall är ekobrotten bara en mindre del i en verksamhet som gränsar till annat typ av, grövre, brottslighet såsom smuggling, utpressning, narkotikahandel m.m. Ekobrotten kommer därför i andra rummet vid utredningarna.
- Ekonomisk verksamhet blir alltmer internationell. Det är svårt att följa spåren av brottslingar som för miljontalskronor från det ena landet till det andra inom sekunder.

Ekobrott kan vara ett effektivt sätt att få grepp om annan brottslighet. En klassisk bild är den svårfångande maffialedaren Al Capone som man till slut lyckades binda till ett brott, skatteflykt, genom att den amerikanska skattemyndighetens försorg.

Finansiering

Ett alternativ för att kontrollera och styra företagen är att tillföra eller avlägsna kapital i företaget genom olika finansieringsåtgärder. Finansiering är ett marknadsstyrt alternativ inom bolagsstyrningen som verkar mer indirekt genom att se till att företagsledningen har mer eller mindre pengar att röra sig med för att utveckla och organisera företaget. Det kan därför uppfattas som en motsatt mekanism i förhållande till sanktionering och normering.

De mekanismer som presenteras under styrningsprincipen ut- och inträde har ofta även ett finansiellt innehåll. Nyemissioner förändrar t.ex. inte bara företagsförmögenheten utan även röstsammansättningen i företaget. Inom finansieringen finns dock även åtskilliga andra mekanismer som i förlängningen har inverkan på bolagsstyrningen. Prissättningen av optioner och andra derivatinstrument påverkar uppfattningen om ett företag och därmed företagsledningens handlingsalternativ. Dessutom är värdepapper ofta en del av de olika incitamentskapande verktyg som kan ingå i företagsledningens ersättningssystem.

De sätt som aktieägarna enligt aktiebolagsrätten kan förfoga över företagets kapital har alla värde som bolagsstyrningsmekanismer. Utdelning av vinstmedel kan ur ett bolagsstyrningsperspektiv ses som ett sätt att frånta företagsledningen ansvaret att förvalta det kapital som inte direkt behövs för företagets rörelse. Detsamma gäller nedsättning och återköp av aktier. De senare två mekanismerna kan även påverka röstsammansättningen. Aktiemarknaden under senare tid visat mindre förståelse för att företagsledningar behåller

kapital i företaget som inte kan investeras eller förräntas på ett marknadsmässigt sätt; ett företag med stor kassa har blivit synonymt med uppköpskandidat.

En annan viktig mekanism är som tidigare beskrivits ersättningssystemen för företagsledningen, de bör utformas så att ledningens preferenser samordnas med aktieägarnas. Även om dessa kan se mycket olika ut är de som har störst bolagsstyrningsverkan de som involverar värdepapper i någon form, t.ex. teckningsoptioner, konvertibla skuldebrev m.m., s.k. aktierelaterade incitamentsprogram.

Som vi ovan sett finns också förhandlade finansiella avtal med borgenärer som kan ha effekt på bolagsstyrningen, exempelvis avtal mellan borgenärer och företaget. Kreditgivarnas villkor för företagen kan innebära att företagsledningens handlingsalternativ begränsas.

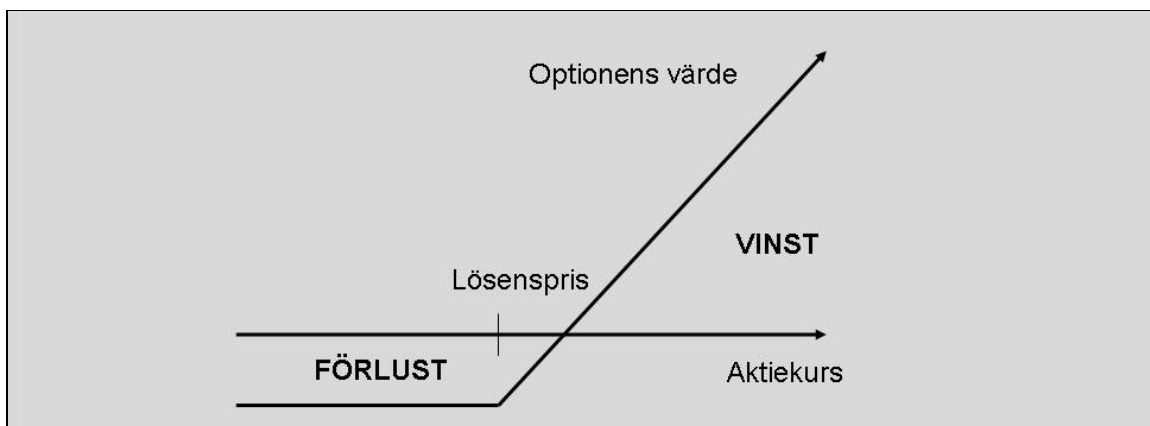
Perspektiv 4: Aktierelaterade incitamentsprogram

ETT KNIPPE MORÖTTER

Ett incitamentsprogram syftar ytterst till att få företagsledningen att agera i enlighet med aktieägarnas intresse, underförstått innebär de således att övriga bolagsstyrningsmekanismer inte förslår för att bryta igenom ombudsproblemet. Debatten har ofta fokuserat kring ersättningen till ledande befattningshavare i styrelser och företagsledningar genom aktie- och optionsprogram. Gemensamt för de aktierelaterade incitamentsprogrammen är att de använder sig av olika typer av finansiella derivatinstrument, dvs. instrument som får sitt värde p.g.a. en rätt i förhållande till ett underliggande värdepapper. Några av de olika finansiella instrument som används i incitamentsprogram är följande:

Köoptioner	Utfästelse från tredje person (aktieinnehavare) om att optionsinnehavaren har rätt, men inte skyldighet att köpa utställarens aktier vid en senare tidpunkt (lösenstidpunkten) för ett fastställt pris (lösenspriset).
Syntetiska optioner	En utfästelse från företaget att utbetala ett kontantbelopp till innehavaren om kursen för företagets aktier överstiger ett visst belopp. Det finns alltså inget underliggande värdepapper utan instrumentet har en fiktiv konstruktion som ska likna köoptionens.
Personaloptioner	En rätt att i framtiden förvärva värdepapper, som erbjuds någon på grund av dennes anställning och beskattas i inkomstslaget tjänst (IL 10:11).
Teckningsoptioner	Utfästelser som har gjorts av ett aktiebolag om rätt att teckna nya aktier i bolaget mot betalning i pengar (ABL 11:4)
Konvertibler	Skuldförbindelser som har getts ut av ett aktiebolag mot vederlag och som ger innehavaren, viss man eller viss man eller order rätt eller skyldighet att helt eller delvis byta sin fordran mot aktier i bolaget (ABL 11:4)

Värdering av optioner domineras av Black & Scholes modell som introducerades på 1970-talet. Enligt modellen påverkas optionens värde av flera faktorer, däribland det underliggande värdepapprets pris och dess volatilitet samt optionens lösenspris och period. Värdering av optioner är något motsägelsefull eftersom ökad risk (volatilitet) snarast ökar värdet av optionen. Ett annat samband är att värdet av optionen ökar ju längre tid det är kvar till lösenstidpunkten. Värdesambandet för en köoption brukar illustreras enligt nedan:



Rättigheter

Att tilldela potentiellt förfördelade intressentgrupper specifika rättigheter som de kan utöva gentemot företaget och företagsledningen är ett alternativ som använts länge i aktiebolagslagen. Som tidigare beskrivits tolkas ofta aktiebolagslagen genom att se till olika skyddsintressen. Två grupper är särskilt utsatta genom att ABL bygger på en majoritetsprincip där kontrollägaren och företagsledningen har i allt väsentligt en absolut makt över företagets förvaltning. Det är minoritetsaktieägarna och borgenärerna.

Minoritetsaktieägarna har en relativt bra position för att självständigt uppmärksamma, granska och ta initiativ inom bolagsstyrningen. De har tilldelats olika typer av rättigheter i samband med bolagsstämman, bl. majoritetsregler och initiativrätt, även om den viktigaste rättigheten för en minoritet är den fria överlåtbarheten.

Borgenärerna skyddas framförallt genom kapitalreglerna i ABL, bl.a. ett lägsta aktiekapital och reglerna kring värdeöverföringar. Företaget behöver ibland ta en indirekt hänsyn till borgenärerna, t.ex. genom försiktighetsregeln vid vinstutdelning. Borgenärerna har inte på basis av ABL något handfast inflytande över företagets styrning och kontroll men de kan tillskapa liknande rättigheter i kreditavtal.

Perspektiv 5: Aktiernas lika röstvärde

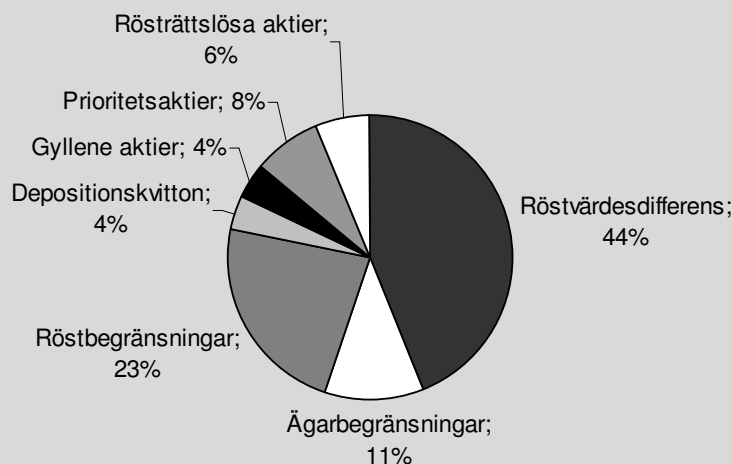
LIKA RÖSTER ÅT ALLA

Som tidigare omnämnts är frågan om aktiens röstvärde en fråga som kommit att bli en kontroversiell fråga i bolagsstyrningen. Dessutom är det en fråga där Sverige inte går i takt med sin omvärld. EU-kommissionen har föranstaltat en studie av konsekvenserna att införa en fullständig aktieägardemokrati i Europa. Aktieägardemokrati uppfattas som att varje aktie ska medföra en röst vid bolagsstämma. I Europas stater finns dock många undantag från denna princip.

I en studie utförd av Deminor Rating 2005, på uppdrag av Association of British insurers (ABI) 2005 undersöktes alla företag i det FTSE 300 index. Syftet var att identifiera förekomsten av avvikelser från principen en aktie – en röst samt att kategorisera avvikelserna.

Majoriteten av europeiska storföretag tillämpar aktieägardemokrati, närmare bestämt 65% av 297 företag. Störst var andelen i Belgien (100%), Tyskland (97%) och Storbritannien (88%). Sämst på aktieägardemokrati var Nederländerna (14%), Sverige (25%) och Frankrike (31%).

De vanligast typen av avvikelse är röstvärdesdifferentiering (multiple voting rights). Andra typer är röstbegränsningar, ägarbegränsningar, prioritetsaktier, rösträttslösa aktier och gyllene aktier samt depositionskvitton (*certificaten*, ett nederländskt ägarinstrument).



I Sverige är den genomsnittliga andelen multipla rösträtter i förhållande till marknadsvärdet 33 %, dvs. av det riskvilliga kapitalet är till två tredjedelar tillfört av aktieägare som innehar aktier med lågt röstvärde. Studien uppmärksammar särskilt två svenska företag som har extrem diskrepans mellan röster och kapital, nämligen SEB och Handelsbanken. För de svenska ägarsfärerna innebär denna utvecklingen en stor framtida utmaning, för att bibehålla sitt dominerande inflytande över svenskt näringsliv måste de ompröva sin ägarmodell eller anskaffa och engagera väsentligt större kapital.

Normering

Normeringen har tilltagit betydligt under senare tid. I den förra avdelningen av boken beskrevs utförligt gamla och nya regleringar, både nationella och internationella, t.ex. ABL, bolagskoden, EU-kommissionens initiativ rörande ersättning för ledande befattningshavare och rörande oberoende styrelseledamöter. Dessutom har självregleringen på den svenska marknaden fått en ny organisation vilket ska effektivisera och förtydliga den utomrättsliga normgivningen inom området. Det förekommer även i ökad utsträckning kodifiering av sedvänjor och praxis avseende t.ex. god styrelsesed, som påverkar den allmänna styrningskultur som finns i näringslivet.

Den egna normeringsprocessen hos framförallt större aktieägare och ägarsfärer, bl.a. i form av ägarpolicyer, blir alltmer vanlig och tydlig vilket troligen kommer att bidra till en mer regelstyrd och standardiserad ägarroll.

Perspektiv 6: Statens bolagsstyrning

SAMHÄLLSINTRESSETS VÄN

Normeringen för statliga företag är speciellt intressant för att staten dels är den största företagsägaren i Sverige med uttalade ambitioner att vara ledande inom bolagsstyrningen, dels har innehav i företag med sinsemellan divergerande syften, dels har en egen "ägarreglering" i form av konstitutionen.

Statens företag har olika bakgrund men brukar delas in i två grupper: företag med särskilda samhällsintressen (S-företag) och företag med marknadsmässiga krav (M-företag). S-företagen definieras i första hand genom att de styrs på ett ”påtagligt och direkt sätt”. Skillnaden mellan grupperna som betonas är således på styrningsplanet snarare än verksamhetens innehåll, marknadsstyrning kontra politisk styrning.

Statens ägarpolitik kan härledas från regeringsformen (RF). Statens medel och dess övriga tillgångar står till regeringens disposition (RF 9:8) och riksdagen ska fastställa grunderna för förvaltningen av statens egendom (RF 9:9). Statsministern har i enlighet med RF 7:5 gett näringslivsministrarnas ansvaret för frågor som gäller statens företagsägarande som ställer krav på en enhetlig ägarpolitik eller avser styrelsenomineringar.²¹⁴ Styrningen av statliga företag bygger på följande styrdokument:

- Bolagsordningen – vad gäller statliga bolag är bl.a. bestämmelsen om verksamhetsföremålet av intresse och eventuell vinstbestämmelse (om syftet är annat än att bereda aktieägarna vinst ska detta regleras i bolagsordningen ABL 3:3).
- Styrningsavtal – som träffas mellan visst företag och staten där företags verksamhet i sin helhet eller i delar regleras. Styrningsavtal används bl.a. beträffande Systembolaget och Apoteket.
- Aktieägaravtal – som träffas mellan staten och övriga aktieägare i vissa företag. Aktieägaravtal finns bl.a. SOS Alarm och Svensk bilprovning.
- Ägardirektiv – anvisningar från stämman till styrelse och företagsledning. Termen används här även för sådana riktlinjer som inte beslutats av stämman.
- Ägarmappar – en mapp innehållande olika dokument – bl.a. motiv till företagets bildande, bolagsordning, statens ägarpolitik, viktiga policyfrågor, förslag till innehåll i styrelsens arbetsordning och i vissa fall ekonomiska mål – som överlämnas till styrelsen från den statliga ägarrepresentanten på årsstämman.
- Mål och återrapporteringskrav – regleringsbrevsliknande dokument med regeringsbeslut som syftar till att styra företagets verksamhet.

Riksrevisionsverket²¹⁵ ger den statliga bolagsstyrningen kritik på flera punkter. Det finns betydande variationer i den formella styrningen. Styrningen av S-företagen är otydlig. Styrdokumentet har i stor omfattning inte beslutats av bolagsstämman. Verket säger bl.a. ”[r]egeringen synes företräda uppfattningen att utöver bolagsordningen räcker det att informera bolagen om relevanta riksdagsbeslut, i stället för att regeringen styr på ett aktiebolagsrättsligt bindande sätt.”

Information

En grundläggande förutsättning för att företagens kravställare och intressenter ska kunna aktivera sig och göra bruk av mekanismerna är att de har aktuell och relevant information om förhållanden i företaget.

Även om särskilt aktieägare har förstärkta informationsrättigheter enligt aktiebolagslagen har information om företag alltmer kommit att bli tillgänglig för envar. Framförallt bokföringslagen och årsredovisningslagen ser till att standardiserad ekonomisk information finns att tillgå hos Bolagsverket. Vi har även sett att informationsgivning och öppenhet har blivit en viktig mekanism inom bolagsstyrningen, bl.a. den s.k. bolagsstyrningsrapporten som ska fogas till årsredovisningen.

²¹⁴ Regeringskansliet, *Statens ägarpolitik* 2005.

²¹⁵ Riksrevisionsverket, RiR 2006:11 *Vad och vem styr de statliga bolagen?*

Revisorer har en dubbel roll inom svensk bolagsstyrning på så sätt att de dels är bolagsstämman uppdragstagare för att kontrollera företagsledningens förvaltning av företaget, dels är ett av företagets interna organ för kvalitetssäkring av den finansiella informationen (ABL 9:3). Till den senare rollen är revision den del av systemet som ser till att den information som går ut till aktörerna är kontrollerad av oberoende specialister. Revisionen kan ses som en kvalitetssäkring av informationen från företagen. Samtidigt har revisorerna fått en alltmer central roll i bolagsstyrningssystemet. Rollen har blivit mer komplicerad, bl.a. ska de anmäla brott i företaget. Revisorerna ska ange brott som begås av de personer som attesterar deras fakturor, vilket är en svår balansgång.

Perspektiv 7: Information om avvikelser från god bolagsstyrning²¹⁶

ATT AVVIKA ELLER INTE AVVIKA

Kollegiet för svensk bolagsstyrning har i sin årsrapport 2006 uppdragit åt Nordic Investor Services att undersöka de bolagsstyrningsrapporter som lämnats i samband med bolagsstämmorna 2006. Totalt 77 företag undersöktes och det visade sig att rapporterna hade stora variationer. Endast en tiondel av företagen hade angett att rapporten granskats av företagets revisorer.

Generellt sett var rapporterna mycket innehållsrika. De informerade om bl.a. styrelsens organisation och arbete; enskilda styrelseledamöter; valberedningen sammansättning och arbete; revisorer; sammansättning och arbete hos ersättningsutskott och revisionsutskott samt ersättningsprinciper och aktierelaterade incitamentsprogram.

En av de mest intressanta frågorna var om företagen använt sig av förklaringsverktyget istället för att följa bolagskodens regler. Det framkom att begreppet förklaring och avvikelse inte var helt enkelt att fastställa. Enligt 5.1.2 ska rapporten tydligt ange skälen för varje avvikelse, men ibland framkom avvikelserna ”mellan raderna”.

Form av avvikelseredovisning	Antal	Andel
Företaget rapporterar ”ingen avvikelse”	2	3 %
Ingen avvikelse är rapporterad	16	22 %
Redovisning i eget avsnitt	20	27 %
Rapportering i inledande avsnitt	19	26 %
Rapportering, men inte i tydligt avsnitt	11	15 %
Avvikelse måste utläsas mellan raderna	6	8 %

I genomsnitt redovisades tre avvikelser per företag. Arton företag rapporterade att de inte gjort någon avvikelse från bolagskoden medan ett företag redovisade 14 avvikelser. Fyra regler har varit särskilt svåra att följa, cirka 20 procent av företagen har rapporterat avvikelser.

Regel	Innebörd	Antal företag som rapporterar avvikelse
4.2.2	Principer för ersättningsvillkor för ledande befattningshavare ska presenteras och godkännas på stämman	16
2.1.2	Valberedningens sammansättning	14

²¹⁶ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, *Årsrapport 2006*.

3.8.2	Revisionsutskottets sammansättning	10
4.2.1	Ersättningsutskottets sammansättning	9

Förklaringarna till avvikelserna uppvisar en varierad bild. I de flesta fall har företagen haft för avsikt att följa bolagskoden nästa räkenskapsår eller haft en övergångslösning. I en mindre del av fallen (8 procent) har dock en avvikelse rapporteras utan att någon förklaring avgivits. I vissa fall tycks företagen avfärda bolagskoden, exempelvis beträffande styrelsens och styrelseledamöternas oberoende där vissa företag säger sig "premiera erfarenhet" istället för reglernas krav.

Uppräkningen av styrningsalternativen och tillhörande mekanismer ska inte uppfattas som statisk eller uttömmande. Syftet är framförallt att ordna mekanismen på ett överskådligt sätt och visa användningen, inte att utesluta andra mekanismers bolagsstyrningsbetydelse. Det finns inget slutgiltigt över uppräknningen av mekanismer inom bolagsstyrningen – de utvecklas ständigt och successivt. Dessutom kan man inte direkt påstå att alternativen och mekanismerna är ömsesidigt uteslutande utan de beror till stor del av varandra. Uppräkningen kan tjäna som en karta för intressenter som behöver orientera sig inom bolagsstyrningen och tillskapa nya former av mekanismer för att få inflytande. Vi ser sådan kreativitet bl.a. hos s.k. NGO:er vilka försöker påverka företagen med mekanismer, allt från globala regelverk, talan i domstol och opinionsbildning.

Sammanfattning

- Bolagsstyrning brukar ofta diskuteras i termer av mekanismer. En mekanism är ett instrument med en rättsligt säkerställd effekt inom bolagsstyrningen som en aktör kan självständig förfoga över.
 - Mekanismerna kan indelas efter de olika styrprinciper som de är inriktade på: röstning, ut- & inträde, sanktioner, finansiering, normering och information.
 - De viktigaste mekanismerna är de som hänför sig till röstning och de som kan leda till att röstförhållandena förändras. En viktig mekanism inom röstning är styrelsevalet som direkt kan påverka styrelsens arbete och förvaltningen av företaget.
 - Att köpa och sälja aktier, kontrollposter eller hela företag är viktiga mekanismer i bolagsstyrningssammanhang.
 - De traditionella mekanismerna för att disciplinera företagsledningen är skadeståndsinstitutet och straffet. Ingendera används särskilt ofta i svensk rätt.
 - Finansieringsformer och –aktiviteter har ofta ett bolagsstyrningsinnehåll; en utdelning undandrar kapital från företagsledningens förvaltning medan en nyemission tillför kapital och kan ibland förändra aktieägarkretsens sammansättning.
 - Norm- och informationsgivning är mekanismer som bl.a. kommit till användning i form av bolagskoder, ägarpolicyer och redovisningsrekommendationer.
-

Kapitlet tar ett än vidare grepp kring frågorna och lösningarna i bolagsstyrningen. Bolagsstyrning beskrivs ofta som ett system med två dimensioner. Det interna systemet baserat på de olika bolagsorganen och utskotten. Det externa systemet tillhandahåller instrument för maktfördelning mellan bolagsstyrarna och företag.

11. BOLAGSSTYRNINGSSYSTEMEN

11.1. Systemsynsättet

I de tidigare kapitlen har olika delar av bolagsstyrningen diskuterats och analyserats var för sig. Historik, teorier, problem, regler och mekanismer har fått forma olika, mer eller mindre isolerade, bilder av bolagsstyrningen. Många anser att bolagsstyrning snarast är ett *system*, där flera delar samverkar och står i inbördes relation till varandra. Cadbury-rapporten menar att bolagsstyrning är ett system för styrning och kontroll. Bolagskoden beskriver bolagsstyrningssystemet som ett beslutssystem genom vilket ägarna direkt eller indirekt styr bolaget

Systemsynsättet eller systemteori är ett vetenskapligt angreppssätt med bl.a. Churchman som förespråkare.²¹⁷ Han studerar system utifrån fem generella utgångspunkter: systemets målsättningar och prestationsmått, systemets miljö, systemets resurser, systemets komponenter, och ledningen av systemet. Enligt systemsynsättet kan helheten ibland vara mer än summan av delarna. Systemsynsättet lyfter bl.a. fram motsättningarna mellan individernas preferenser och systemets egen tendens till att försöka nå jämvikt. Systemsynsättet beaktar att olika värderingar och måluppfattningar kan leda till olika lösningar på samma problem. I bolagsstyrningens olika utredningar och regelsamlingar används inte termen system i denna vetenskapliga aspekt utan troligen mer för att poängtera att det finns flera delar i bolagsstyrningen som hör samman. Samtidigt kan den teoretiska grundvalen vara en plattform för att sortera upp alla de olika beståndsdelarna.

Bolagsstyrningssystemet bestäms av två övergripande och till synes motstridiga målsättningar. För det första är målet med bolagsstyrningen att skapa stabila arbetsmetoder inom företaget. Med etablerade och öppna arbetsmetoder inom företagen skapas förtroende för näringslivet i samhället. Det andra målet är att stödja bolagens förmåga att utvecklas och förändras.²¹⁸ Bolagsstyrningen måste använda sig att flexibla lösningar så att inte tröga arbetsmetoder står i vägen för nödvändig affärsutveckling. Således står stabilitet mot flexibilitet i centrum för bolagsstyrningssystemets målformulering. De flesta definitioner av bolagsstyrning underordnar systemet samhällets behov av en effektiv allokering av kapital.

²¹⁷ Churchman, Charles West, *Systemanalys*, Rabén & Sjögren, 1978. Från svenskt håll kan nämnas Rehnman, E, *Företaget som ett styrt system*, Nordstedt, 1964.

²¹⁸ Gilson, R J, *Corporate governance and economic efficiency*, i Isaksson, Mats och Skog, Rolf (red.) *Aspects of corporate governance*, Juristförlaget, 1994 s 133.

Bolagsstyrningen kan vidare spjälkas ned till kampen mot fyra problem: ombuds-, besluts-, informations- och identifikationsproblemet. Systemets uppgift är att lösa eller mildra dessa problem.²¹⁹

En svår fråga som redan inledningsvis behandlades är hur man avgränsar bolagsstyrningssystemet. Ett sätt är att dela in bolagsstyrningen i tre nivåer: samhällsfrågor, ägarfrågor och företagsfrågor. Vi har även att försöka avgränsa bolagsstyrningen som rör de inre förhållandena i företag från dem som rör de externa förhållandena mellan företaget och dess omvärld. Bolagskoden rör i princip uteslutande faktorerna kring de förra, inflytandet över den interna beslutshierarkin i företagen. Det andra perspektivet är inte desto mindre viktigt och kommer att utöva stark påverkan på den inre beslutshierarkin. Bolagsstyrningen kan därför sägas bestå av två relaterade system, dels det interna system som bildas av bolagsorganen, dels det externa systemet som rör relationerna mellan företaget, företagsledningen och intressenterna.

Det ska redan från början sägas att systemgränserna inte är tydliga eller beständiga. Systemen går i många avseenden in i varandra och är ömsesidigt beroende. Systemen hämtar dock kraft från olika modeller. Det interna systemet bygger i stort på den hierarki och de problem som brukar förknippas med agentteori. Det externa systemet har en stark förankring i intressentmodellen.

11.2. Det interna bolagsstyrningssystemet

Organisationen av styrning och kontroll inom aktiebolaget har förändrats under de senaste åren. I huvudsak består fortfarande uppdelningen i fyra bolagsorgan: bolagsstämma, revisor, styrelse och verkställande direktör. Under senare tid har dock betoningen av undergrupper inom och utom bolagsorganen ökat, särskilt inom styrelsen. I praxis och olika regelsamlingar har olika undergrupper, kallade kommittéer eller utskott, utvecklats. Den tydliga uppdelningen mellan beslutande, kontrollerande, styrande och verkställande makt har därmed i någon mån fördunklats.

Aktieägarnas rätt att besluta i bolagets angelägenheter utövas vid *bolagsstämman*. I detta sammanhang bör man påminna sig om att bolagsstämman inte existerar mellan mötena och alltså inte kan utöva formellt inflytande kontinuerligt, vilket ger upphov till behovet av en förvaltning från styrelse och företagsledning. I bolagsstämman finns en naturlig uppdelning mellan de ägare som innehar majoriteten av rösterna och de ägare som är i minoritet. Pluralitetsreglerna skiftar dock med avseende på olika frågor vid bolagsstämman, från det strängaste kravet om 90 procents majoritet till enkel majoritet om 50 procent. Detta medför att minoriteten har en särställning i vissa sammanhang. Indelningen av aktieägarkretsen i majoritet och minoritet har funnits i aktiebolagslagen sedan länge där minoriteten skyddas genom olika rättigheter. Vad som däremot tillkommit är att aktieägarkretsens sammansättning kommit mer i fokus efter bolagskoden. Styrelsen ska ta hänsyn till vilka som är aktieägare när den utvecklar tekniker för att delta på stämman, bl.a. enligt 1.2.1 bolagskoden. Styrelsen förutsätts undersöka aktieägarkretsens tekniska och språkliga förutsättningar. Det finns även en utveckling mot att se till olika typer av aktieägarkretsar, bl.a. kontrollaktieägare, minoritetsaktiesägare och institutionella investerare.²²⁰ De förra två typerna får inte missbruka sin ställning och rättigheter för att skada företaget eller andra aktieägare. Den senare typen får särskilda krav på att redovisa sin strategi och politik bakom aktieägandet. Synen på

²¹⁹ Jfr T:son Söderström, H, op.cit.

²²⁰ SOU 2004:130. Svensk kod för bolagsstyrning. Bilaga 3, II. Ägarroll och ägaransvar.

aktieägarkretsen och bolagsstämman tenderar alltså vara mera differentierad än tidigare även om huvuduppdelningen mellan majoritet och minoritet fortsätter vara den huvudsakliga skiljelinjen.

Bolagskoden har bestämmelser kring *stämmoordförande* och *justerare*. I det ursprungliga förslaget fanns ett förbud mot att styrelseordföranden och stämmoordföranden skulle kunna vara samma person.²²¹ Detta omformades till att valberedningen ska lämna förslag till stämmoordförande (1.4.1 bolagskoden). Bolagsstyrningen har lyft fram stämmans funktionärer och visat att intressekonflikter kan föreligga även gällande dem.

Valberedning är en kommitté som enligt bolagskoden ska lämna förslag till bolagsstämman avseende styrelseledamöter och revisorer samt arvodering till dessa. Valberedningen kallades tidigare i många regelverk nomineringskommitté och möjligen finns en kvardröjande distinktion mellan termerna eftersom nomineringskommittéer av utländskt snitt där kommittén är ett styrelseutskott och inte en ägarfunktion. Valberedningen har väckt ont blod hos det svenska ägarkollektivet: enligt en beräkning skulle valberedningar i börsföretagen kräva minst 100 personer på heltid under perioden inför stämmorna.²²² Valberedningen kallas "ett intressant experiment".²²³ Rädslan från bolagskodens remissinstanser om valberedningen som "ett femte bolagsorgan" håller i sig. Nomineringsmakten är uppenbart en viktig fråga för ägarsfärer och kontrollaktieägare. Att påtvinga företagen objektiva och samhällsanpassade kriterier för styrelseledamöter är kontroversiellt och bemöts med långsökta invändningar hämtade bl.a. från grundläggande mänskliga fri- och rättigheter. Öppenhet och genomlysning kring nomineringen av företagets ledande befattningshavare är en av de centrala frågorna i bolagsstyrningen och kommer framgent att fortsätta väcka frågor.

Revisorn utför på bolagsstämmans uppdrag granskning av bolagets årsredovisning och bokföring samt styrelsens och verkställande direktörens förvaltning. Eftersom aktieägarna inte utövar kontinuerlig kontroll över bolaget har denna uppgift tilldelats revisorerna, vilka får en viktig roll i det interna bolagsstyrningssystemet. Revisorerna ska dock även övervaka företaget för andra intressen, framförallt borgenärer, vilket gör att revisionspositionen intar en i viss mån självständig roll i den interna bolagsstyrningshierarkin. Revisorns roll har delvis kommit i skymundan i bolagsstyrningsdebatten och den slutliga svenska bolagskoden innehåller inte några specifika regler för revisorn även om denne involveras indirekt, bl.a. genom att kräva granskning av ytterligare dokumentation från företaget. Revisorns roll har dock förändrats i samband med utvecklingen i bolagsstyrningen. En tendens är ökad medvetenhet om revisionsbyråernas affärsverksamhet och arbetssätt, däribland restriktioner på icke-revisions tjänster till företagen. Samtidigt ökas revisionens omfattning så att intäktsbortfallet torde begränsas något. Bolagsstyrningen har i första hand udden riktad mot företagsledningen vilket torde medföra en viss lättnad av ansvarbördan för revisorerna. Det har förtydligats att företagsledningen ansvarar för finansiell rapportering och intern kontroll är tillfredställande, inte revisorerna som ibland görs gällande.

Den *verkställande direktören* ska sköta bolagets löpande förvaltning i enlighet med styrelsens riktlinjer och anvisningar. I vissa frågor kan denne tillfälligt agera självständigt. Detta i fall en åtgärd är av ovanlig beskaffenhet eller stor betydelse och styrelsens beslut inte kan avvaktas

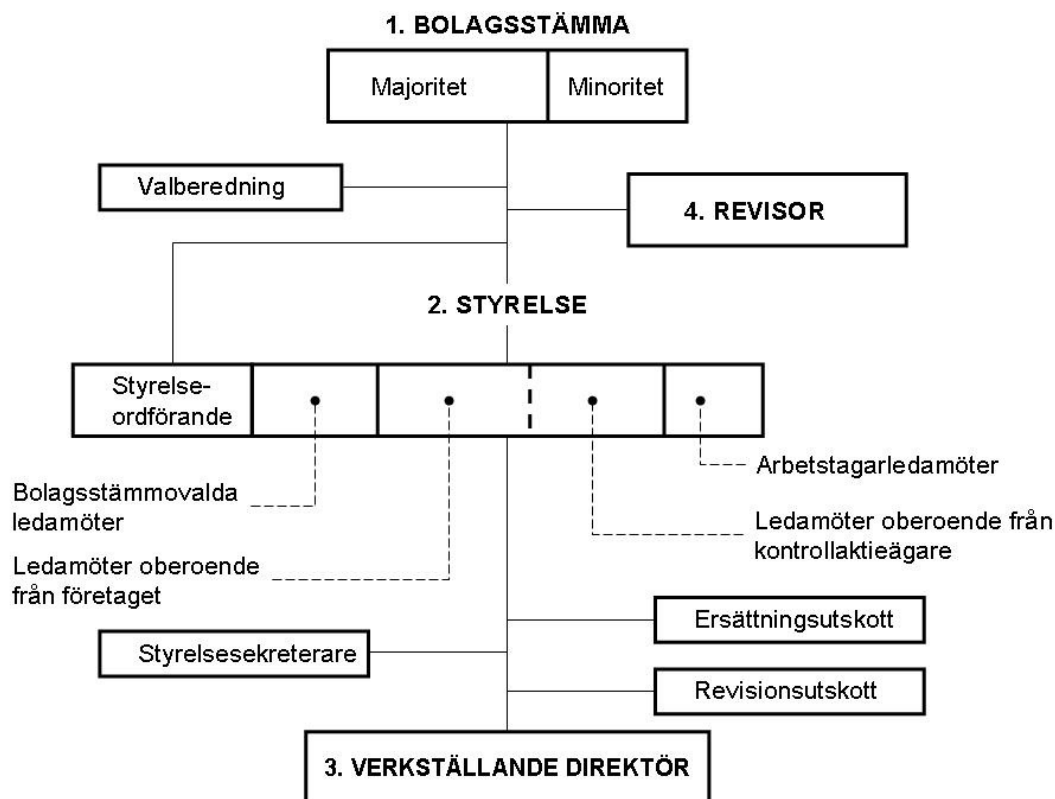
²²¹ SOU 2004:46 Svensk kod för bolagsstyrning 1.4.1.

²²² Malmqvist, Peter, *Institutionerna måste våga tacka nej till valberedningar*, Debatt, Dagens industri, 25 november 2005.

²²³ Öhrlings PricewaterhouseCoopers, Öhrlings PricewaterhouseCoopers kodprojekt: God sed med koden, Öhrlings PricewaterhouseCoopers, 2005.

utan väsentlig olägenhet för verksamheten. Verkställande direktörens roll har inte nämnvärt förändrats genom bolagsstyrningens utveckling även om försöken att renodla styrelsens ställning och ansvar indirekt får betydelse även för verkställande direktören.

Figur 15 Det interna bolagsstyrningssystemet



Det är särskilt *styrelsens* roll och funktionssätt som har varit i fokus för diskussionerna och regelverken inom bolagsstyrningen. Traditionellt sett har styrelsen bestått av representanter för olika ägargrupper som har tillräckligt starkt inflytande på bolagsstämman. I bolagsordningen har dock kunnat föreskrivas att några ledamöter kunnat utses på annat sätt än genom bolagsstämma. Stämman har även att utse eventuella suppleanter, men suppleanter accepteras in av bolagskoden (3.2.2 bolagskoden).

Styrelsen var tidigt i skottgluggen för förändringar i företagens maktförhållanden. En tidig reglering för att garantera inflytande för en viktig intressegrupp var lag (1987:1245) om styrelserepresentation för de privatanställda som gav arbetstagarna styrelseposter i vissa företag. I företag som har i genomsnitt 25 arbetstagare under föregående räkenskapsår har de anställda rätt att tillsätta två *arbetstagarledamöter* samt suppleanter i styrelsen; om de anställda uppgår till tusen ska antalet arbetstagarledamöter vara tre. Rätten att utse ledamöterna tillfaller de lokala arbetstagarorganisationerna. Ledamöterna har rätt att delta i styrelsens arbete på samma villkor som övriga styrelseledamöter med undantaget frågor om kollektivavtal och stridsåtgärder (14 §). Systemet med arbetstagarledamöter har enligt de flesta bedömare fungerat bra trots inledande kritik kring kompetens, intressekonflikter och sekretess. Arbetstagarledamöterna utses av en i förhållande till bolagsstämman och företaget extern part

vilket gör att de står i en särställning i styrelsen, vilket understryks av deras särskilda jävsregler i fackföreningsfrågor.

Inom styrelsen har ledamöterna valt sin ordförande. *Styrelseordföranden* har sedan länge haft en viss särställning som organisatör av styrelsens arbete. Bolagskoden har en extensiv lista på ordförandens uppgifter (3.4.4 bolagskoden). I dessa uppgifter ligger även att vara en kontaktperson med ägarna och företagsledningen. Ordföranden har även en särskild kontrolluppgift i det att denne ska bevaka att styrelsen fullgör sina arbetsuppgifter (ABL 8:17). Utöver sådana uppgifter av mer administrativ karaktär har ordföranden även en särskild maktställning inom styrelsen eftersom ordföranden vid lika röstetal faller avgörandet (ABL 8:17 2 st). I bolagskoden ges ordföranden en än tydligare särställning genom att denna ska väljas av bolagsstämman (3.4.1 bolagskoden), bara om ordföranden avgår under mandattiden har styrelsen rätt att välja en ordförande. Bolagskoden drar även en tydligare gräns mellan ordföranden och verkställande direktören; en s.k. arbetande ordförande får inte ta över uppgifter från den löpande förvaltningen. Det är inte osannolikt att styrelseordföranden på väg att utvecklas till ett eget bolagsorgan inom bolagsstyrningen med särskilda arbetsuppgifter, maktbefogenheter och ansvar.

En bestämmelse som ytterligare bekräftar ordförandens förändrade ställning är att bolagskoden ställer krav på att styrelsen ska biträdas av en *styrelsesekreterare* (3.5.5 bolagskoden). Denne ska inte vara ledamot av styrelsen och bolagskoden beskriver inte närmare dennes ställning eller roll annat än att denne inte ska vara ledamot av styrelsen. Enligt utkastet till bolagskod fastslog att sekreteraren skulle vara ”kompetent” och dennes uppgifter var att ”svara för att styrelsearbetet bedrivs på ett korrekt sätt och att föra protokoll vid styrelsens sammanträden”.²²⁴ Kodgruppen fastslår dock i kommentaren till ändringar i den gällande bolagskoden att sekreteraren inte har något formellt ansvar för att styrelsearbetet bedrivs korrekt. I praktiken innebär dock kraven på sekreterare att ordförandens administrativa uppgifter minskar och denne får en starkare roll som ”spindel i nätet” med en egen underlydande stab.

Bolagskoden ställer även krav på att majoriteten av de bolagsstämmovalda ledamöterna ska vara *oberoende i förhållande till företaget och företagsledningen*. De ska alltså inte ha en sådan relation till bolaget eller bolagsledningen att ledamotens ställning som principal i förhållande till företagsledningen kan ifrågasättas. Beroendeförhållande gentemot företaget kan uppstå genom anställning och uppdrag, släktskap, ekonomiska mellanhavanden med bolaget.

Minst två av de oberoende ledamöterna ska även vara *oberoende i förhållande till företagets kontrollaktieägare*. I bolagskoden är större aktieägare sådana som direkt eller indirekt kontrollerar tio procent eller mer av aktierna eller rösterna i företaget.

Om lagförslaget om jämn könsfördelning i bolagsstyrelser skulle realiseras erhålls ytterligare en indelningsgrund, *manliga och kvinnliga ledamöter*. Denna indelningsgrund torde vara en genomskärning av övriga kategorier. Endast vad gäller arbetstagarledamöter har utredaren öppnat för att de ska fungera som en skild grupp.

Bolagskoden stadgar även att styrelsen ska inrätta ett *revisionsutskott* (3.8.2 bolagskoden). Utskottet ska bl.a. bereda styrelsens arbete med finansiell rapportering och fortlöpande

²²⁴ SOU 2004:46 Svensk kod för bolagsstyrning – förslag från Kodgruppen, 3.5.9.

informera sig om revisionen. Utöver ordföranden ska utskottsledamöterna bestå av oberoende personer. Utskottet ska behandla bl.a. frågor om intern kontroll och normsäkring.

I bolagskoden påkallas att styrelsen ska utse ett *ersättningsutskott* som ska bereda frågor om ersättning och andra anställningsvillkor för företagsledningen. Styrelseordförande ska vara ordförande i utskottet och övriga ledamöter ska vara oberoende i förhållande till företaget.

Utöver dessa organ finns flera funktionärer utanför ABL och bolagskoden som har en oklar ställning. Ett exempel är koncernchef, ett annat verkställande direktörens stab inkluderande bl.a. vice vd:ar, finanschef och personalchef.

Sammantaget har styrelsens sammansättning, roller och uppgifter inom bolagsstyrningen – i jämförelse med den strikt aktiebolagsrättsliga regleringen – i hög grad spjälkats upp. Styrelsen var tidigare ett sammanhållet bolagsorgan, ett kollektiv organ med individuellt ansvar. Nu har olika styrelseledamöter olika roller och arbetsuppgifter. Styrelsens förhållande till de övriga bolagsorganen förändras med permanenta kommittéer och utskott där vissa har en självständig rapporteringsplikt. Det finns en överhängande risk för att bolagsstyrningens intressekonflikter flyttar in i styrelserummet.

Bolagsstyrningen har inneburit att flera nya organ bildats. Den ursprungliga uppställningen av fyra permanenta bolagsorgan har utökats till en flora av inte mindre än 7 – 8 organ med särskild ställning inom bolagsstyrningen. Det har blivit viktigt att se till att alla olika egenskaper för organen regleras på ett tydligt och genomtänkt sätt. Följande punkter bör finnas reglerat för gamla och nya organ som får en självständig ställning i bolagsstyrningen:

- Sammansättningen av organet
- Tillsättningen av organets ledamöter
- Ledamöternas egenskaper
- Organets huvudsakliga roll eller funktion inom bolagsstyrningen
- Organets ställning i förhållande till andra organ
- Organets arbetssätt (arbetsordningen)
- Organets instruktioner och uppgifter
- Organets beslutsformer och -kompetens
- Ersättningen till ledamöterna
- Ledamöternas ansvar

Sammantaget är det interna systemet är mycket väl förankrat i den etablerade bilden av bolagsstyrningen. Systemet tenderar också att vara i fokus för nya regler inom bolagsstyrningen. Det finns två typer av interna system, den monistiska och dualistiska bolagsstrukturen, där den svenska strukturen kan sägas bilda en medelväg. Förändringar i systemet är inte ovanliga men kräver försiktighet. Att förtydliga rollerna är det mesta påkallade medlet för att öka möjligheten till ansvarsutkrävande. Senare tids debatt inom bolagsstyrningen innebär dock att makten över företagets beslut flyttas uppåt i hierarkin vilket

medför att ansvarsutkrävandet försvåras. Det finns inget organ som kan utkräva ansvar när alla beslut fattas av bolagsstämman. Det interna bolagsstyrningssystemet bör därför eftersträva balans mellan roller och arbetsuppgifter, det ska finnas rågångar mellan bolagsorganens beslutskompetens. Aktieägarnas viktigaste insats i företaget är kapitalet och förmågan att välja rätt förvaltare, företagsledningens viktigaste insats (i det ideala fallet) i företaget är förvaltningskompetensen.

Det interna bolagsstyrningssystemet är under utveckling. Nya organ har bildats för att se till att specifika uppgifter inom de fyra ursprungliga organen bereds på ett initierat och engagerat sätt. Varje nytt organ har en tydligt överordnad principal, valberedningen har bolagsstämman och styrelsen är överordnad revisionsutskottet och ersättningsutskottet. I ett fall finns en glidning mellan två stolar. Styrelseordföranden får en betydligt förstärkt roll som direkt utsedd av stämman istället för att vara en internt vald styrelseledamot. Ordföranden har också en särställning i och med att denna ska granska styrelsens arbete samtidigt som denna i extrema fall har en vågmästarroll. Styrelseordföranden framstår inte längre som en ”primus inter pares” (den främste bland likar) utan mer som ett eget bolagsorgan med särskilda tillsättningskriterier, uppgifter, roller och ansvar. Styrelseordföranden får en mycket komplicerad position i brytningen mellan aktiebolagsrätt och bolagsstyrningen, vilket bör lända till eftertanke hos såväl de som antar detta uppdrag, intressenter som tillsätter denne och normgivare. I detta kan möjligen skönjas en trend mot att styrelsen bryts upp till två organ i likhet med den dualistiska bolagsstrukturen.

11.3. Det externa bolagsstyrningssystemet

I det externa bolagsstyrningssystemet flyttas fokus utanför den demarkering mellan företag och omvärld som aktiebolagsrätten söker fastställa. Det externa systemet rör maktfördelningen mellan företaget och intressentgrupperna, företaget förstås då i princip synonymt med företagsledningen (styrelse och verkställande direktör) och övriga integrerade delar av organisationen som lägger grunden för företagets självbestämmande. Det är intressenterna, aktörerna inom bolagsstyrningen (”bolagsstyrarna”) som är drivande i denna systemavgränsning. Bolagsstyrarna står inför olika problem och flera olika lösningar att ta till, de främsta beskrevs i kapitel 10 ovan. Det externa systemet innefattar i princip all den maktutövning som har förmåga att åsidosätta företagets självbestämmande med legalt, ekonomiskt eller praktiskt tvingande mekanismer. Det externa systemet som illustreras här fokuserar huvudsakligen på de principiella och legala mekanismerna för att påverka företagets agerande. En utökad modell skulle dock kunna utvecklas som inte bara visar utomjuridiska mekanismer utan även den påverkan företaget har på intressenterna och det ansvar intressenterna har pga. sina aktiviteter.

Företaget är en rättslig institution som råder över sina egna tillgångar och förbindelser med omvärlden. En juridisk person kan ikläda sig rättigheter och skyldigheter och kan vara part i mål, den har rättskapacitet och rättshabilitet. Rättskapacitet (rättsförmåga) är förmågan att ha rättigheter och skyldigheter, exempelvis äga egendom. Rättshabilitet (rättshandlingsförmåga) är förmågan att med rättsligt bindande verkan på egen hand träffa avtal, sätta sig i skuld osv. Det interna bolagsstyrningssystemet förser företaget med funktionärer som medför att företaget kan fylla sin rättskapacitet och rättshabilitet med beslutsförmåga och handlingskraft. Företagets har en ordnad funktionärsförsörjning som ser till att det finns representanter vilka kan agera i företagets ställe. Utan funktionärerna kan inte företaget sätta sig själv i rörelse och utnyttja sin rättshabilitet. Företaget är en självbestämmande enhet med i princip samma okränkbara integritet som fysiska personer. Därtill kommer att företaget även tar ansvar för

sina handlingar, det är företagets tillgångar som står på spel i samband med affärsmässigt risktagande.

*As far as the internal relations were concerned (allocation of power) the corporation was viewed as a closed and self-governing decision-making unit; the corporation was thus granted an autonomous legal personality, which means that is absolutely sovereign over its own life and governance. As far as its external relations was concerned (allocation of liability), it was viewed as a self-accountable unit: it should be responsible alone for the risks and costs issuing from its own activity and its owners are to be granted the privilege of limited liability due to their typically passive role in corporate management.*²²⁵

Företaget som självbestämmande och ansvarstagande enhet är blott utgångspunkten i den rättsliga uppbyggnaden av aktiebolaget. Bolagsstyrningens externa system innebär att företagen genom lag, annan reglering och avtal kan upplåta inflytande över sitt självbestämmande. Upplåtelsen innebär att olika aktörer kan få en begränsad rätt till företagets olika egenskaper och tillgångar, alltid en mindre omfattande rätt än företagets egen rätt till sig själv.

Det externa bolagsstyrningsproblemet är ett flerdimensionellt system bestående av ett flertal olika aktörer, målsättningar, mekanismer och konflikter. De aktörer som tidigare omtalats i samband med intressentmodellen återkommer här, se avsnitt 4.4. De kan indelas i fyra grupper. Det är först intressenter som står i en rättslig relation (framförallt bolagsrättslig) till företaget: företagsledningen, aktieägarna, anställda, revisorer och borgenärerna m.fl. Det är också de aktörer som står i en affärsmässig relation (framförallt kontraktuell) till företaget: bl.a. leverantörer, kunder, konsumenter, försäkringsbolag och fackföreningar. En tredje grupp av intressenter är de som tillhör företagets omvärldsrelationer med stort inflytande på företagets grundläggande marknadsförutsättningar: staten, kommunen, konkurrenter m.fl. Den sista gruppen är de intressenter som står i en publik relation till företaget: bl.a. närboende grannar, journalister, NGO:er, aktieanalytiker.

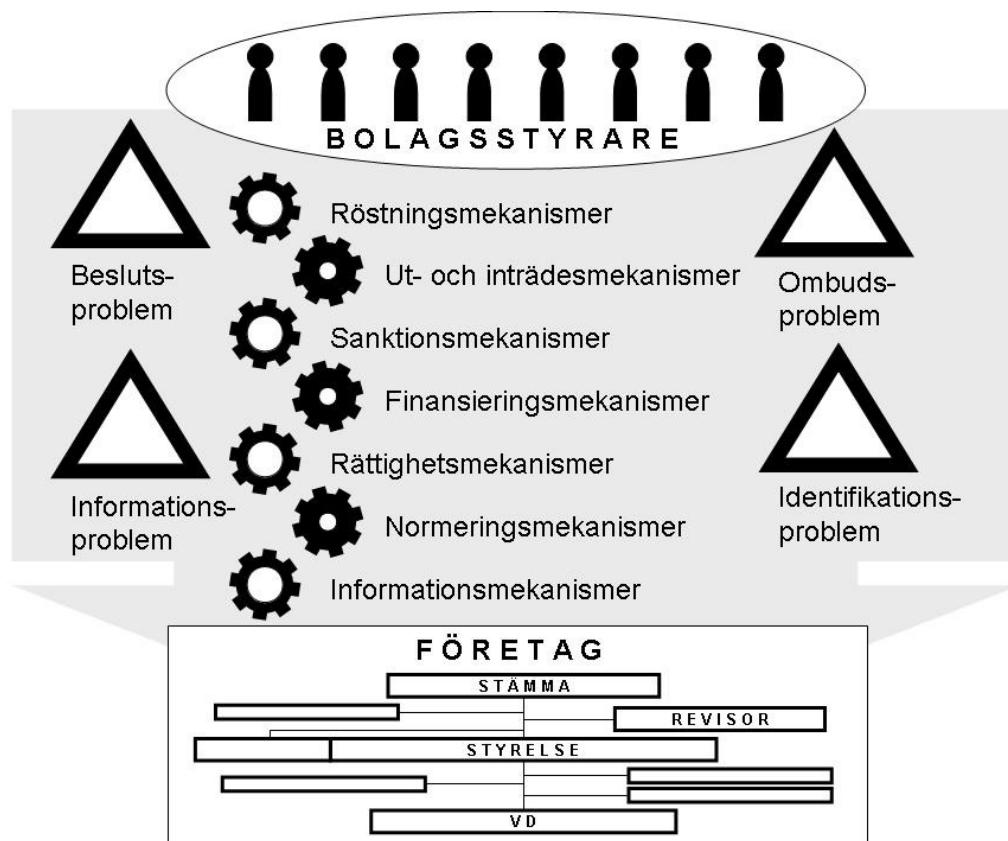
Relationerna mellan aktörerna och företaget präglas av de intressekonflikter som diskuteras inom bolagsstyrningen dels de problem som uppkommer i mellan uppdragstagare och uppdragsgivare (ombudsproblem), dels problem som kommer av att intressentgrupperna består av kollektiv utan inbördes samordning av beslut (beslutsproblem), dels problem med informationsövertag för företagsledningen och asymmetriskt fördelad information om företaget (informationsproblem), dels problem som kommer av att aktörernas inflytande över företaget inte är direkt utan går via funktionärerna (identifikationsproblem).

För att lösa sådana konflikter kan aktörerna använda sig av de redovisade mekanismer genom vilka de kan vinna makt för företaget och företagsledningen. De mest effektiva mekanismerna härrör från styrningsprinciperna röstning, ut- & inträde, rättigheter och sanktioner. Med användande av mekanismer inom respektive alternativ som röstning på bolagsstämma, styrelseval, fientliga uppköp eller köp av kontrollposter finns möjlighet att direkt ingripa i det interna bolagsstyrningssystemet. Aktörerna kan således med omedelbar verkan förändra maktrelationerna i systemet. De mindre ingripande bolagsstyrningsmekanismerna kan även utgöra kraftfulla signaler för företagsledningen. Information, finansiering och normering är styrningsprinciper där aktörerna signalerar åt vilken riktning de vill att företaget ska

²²⁵ Antunes, op.cit.

utvecklas. De mindre ingripande mekanismerna kan också innebära ett praktiskt sett tvingande åtgärd mot företagsledningar, t.ex. genom att ta ut kapital från företaget minskar företagsledningens handlingsalternativ och makt att utveckla företaget efter eget huvud.

Figur 16: Det externa bolagsstyrningssystemet



Sammantaget bildar bolagsstyrningens mekanismer, aktörer och problem ett externt system, en ordning utanför det interna bolagsstyrningssystemet som visar hur företaget kan påverkas i olika riktningar. Den fina gränsen mellan det interna systemet och det externa utgörs av den legala konstruktionen, den juridiska personen som ekonomisk teori mer betraktar som än fiktion än realitet.

Det externa systemet fungerar bäst i en maktbalans där de olika typerna av aktörer och företaget som självbestämmande enhet har i stort sett jämbördiga krafter. I en situation där inte någon enskild part är systemets härskare tvingas aktörerna till återhållsamhet för att systemet ska fungera rimligt effektivt och förutsägbart. Ingen vinner på att någondera parten upplever sig förfördelas och tvingas tillgripa sina yttersta maktmedel. Genom att externa flera aktörer har inflytande över företaget kan inte en ensam part kidnappa företaget utan att andra mekanismer kan användas för att motverka detta.

Sammanfattning

- Bolagsstyrning kan analyseras som ett system. Systemanalys medger ett helhetsgrepp och ser systemet som mer än bara sina delar.

- Bolagsstyrningens aktörer och mekanismer är delar av ett system vars uppgift är att begränsa ombudsproblemen och mildra intressenternas kollektiva beslutsproblem. Den övergripande metoden för att åstadkomma detta är att fördela makten på många händer med flera olika verktyg.
 - Det externa bolagsstyrningssystemet beskriver maktfördelningen mellan företaget och intressentgrupperna. Det externa systemet tar framförallt fasta på de principiella och legala mekanismerna för inflytande på företagets agerande.
 - Det interna systemet består i huvudsak av de fyra bolagsorganen bolagsstämma, revisor, styrelse och verkställande direktör. Det bygger uppdelningen mellan beslutande, kontrollerande, styrande och verkställande makt.
 - Nya komponenter i det interna bolagsstyrningssystemet är bl.a. valberedning, revisionskommitté, ersättningskommitté, oberoende styrelseledamöter, ordförandens och sekreterarens preciserade roll samt regler för styrelsens sammansättning.
-

Detta kapitel innehåller några fria reflektioner kring bolagsstyrningen som företeelse och diskussionsämne.

12. SLUTORD

Förhoppningsvis har denna introduktion och systemöversikt gett bilden av bolagsstyrning som ett spännande och dynamiskt ämne. Bolagsstyrning har i sin breda betydelse mycket kommit att dominera näringslivsdebatten under de senaste åren. Trots, eller kanske tack vare, detta finns mycket att göra från akademiskt håll vad gäller definitioner, preciseringar, strukturering, organisation och systematisering av ämnet. Här ska några ord få väcka några tankar om möjliga framtida diskussionsämnen i bolagsstyrningen. Som framställningen ovan visat är bolagsstyrning ett vitt förgrenat område. Det är svårt att urskilja ens grundläggande definitioner, modeller och riktlinjer. Även en relativt omfattande introduktionsbok som denna har ändå knappt skrapat på ytan på de många problemställningar, teman, diskussionspunkter och teorier som finns. Jag vill därför slutligen sammanfatta och kommentera bolagsstyrningen i form av några korta punkter. Punkterna är personliga reflektioner som också har framskyttat tidigare i texten ovan, de är till en del både värdeladdade och kanske provocerande. Förhoppningsvis kan de leda läsaren till ifrågasättande och fortsatt problemlösande, något bolagsstyrningen i stort mår bra av.

Fragmentering.

En viktig fråga för reglerings- och diskussionsivern i bolagsstyrningen är hur systemet ska hänga samman. Det har tillkommit en mängd nya former och verktyg både i det externa och det interna bolagsstyrningssystemet, exempelvis valberedning, utskott, arbetsinstruktioner, policyer och ”koder” på olika nivåer. Likaså finns en mängd normgivare – alla med sin agenda. Detta ger upphov till olika frågor. Var kan olika former av regelkonkurrens uppstå, hur denna konkurrens ska hanteras, vilka parter ska tillämpa och tolka regelverken? Som jurist välkomnar man uppdaterade och tydliga normer, men räds samtidigt också fragmentering och ökad komplexitet. Den totala normfloran i näringslivet tycks växa kontinuerligt. Företagandet bör stödjas av reglerna, inte förhindras.

Legalism.

Vådan av att införa för många regler i ett system är att detta inte nödvändigt bygger förtroende utan även riskerar att kodifiera ett misstroende. Regelefterlevnad blir till ett etablerat hygienkrav men engagemanget i frågorna kastas ut med badvattnet. Bolagsstyrningen riskerar att gå ett sådant öde till mötes. Det kan jämföras med t.ex. amerikansk redovisning och revision, vilken snarast handlar om att följa checklistor än att göra bedömningar. Chefen för SEC sa följande: ”Resultatet [av Sarbanes-Oxely Act] är en enorm upptagenhet med faran och risken i att göra det minsta misstag – i motsatsställning till det rimliga förhållningssättet som legitimerar en affärsrisk”. I slutändan hotar bolagsstyrningsfrågorna att bli ett nytt stelt regelverk byggt på checklistor och likgiltig informationsgivning som i sig endast är en upptakt för nästa våg av företagsskandaler.

Legalism hotar när normernas bokstav har företrädare framför normernas innehåll. Att bara följa regelboken efter en form av checklista där företagens uppförande kan bockas av, gärna av någon lägre tjänsteman, och kontrolleras av revisorer är en läpparnas bekännelse. Aktiebolagskommitténs initiativ till en bättre styrelsesed i företagen med arbetsordning, vd-instruktion och finansiell rapportering förvandlades snabbt till likformiga dokument att sättas in i vd-sekreterarens pärm märkt "Bolagsformalia".

Instrumentalisering.

Som ovan beskrivits innehåller bolagsstyrningen och rättsekonomin en förändring av synen på aktiebolagsrätten och kringliggande regelverk, där fokus förflyttas från lagstiftaren och domstolen till intressentgrupperna och företagen. Aktiebolagsrätten blir till en uppsättning rättigheter att aktiveras av aktieägaren för att nå sina egna syften. Den neutrala balansen mellan olika intressegruppers legitima förväntningar på företagets agerande lämnar plats för en oförblommerad kamp om makten över företaget med en modern arsenal av juridiska tillhyggen.

Moralisering.

Bolagsstyrning ges av de flesta debattörer etiska dimensioner, som mycket annat i massmedia. Den personliga moralen för företagsledare bör skiljas från principerna för företagsförvaltningen. Grundläggande skiljelinjer bör dras upp mellan vad som rör företagandet och vad som rör personen. Att härskarteknik på ett principiellt plan är skilt från moralfrågor tog redan Machiavelli som utgångspunkt i sin analys. Det finns dock viktiga etiska krav att ställa på företag vilka främst kan sägas komma till uttryck i begreppet "*corporate social responsibility*". De samhälleliga hänsyn ett företag bör efterfölja, vare sig det rör sig om mänskliga rättigheter eller miljöhänsyn, kan sannerligen diskuteras och utvecklas men det bör göras på egna meriter. I den allmänna debatten i massmedia finns troligen sällan möjlighet att slå vakt om demarkeringen mellan begreppen företagsetik och bolagsstyrning, men i normgivningen och den akademiska diskussionen är detta av stor vikt.

Ägarfixering

Många företag är juridiska personer. Ur ett strikt rättslig perspektiv innebär detta att de äger sig själva. Aktieägare äger aktier som innebär att de har vissa rättigheter som ger inflytande över företaget. Aktieägare äger inte företaget, lika lite som någon kan äga en annan människa. Rättsordningens principer innefattar inte slaveri, inte ens på institutionell nivå. Det knippe av rättigheter aktieägaren besitter inkluderar inte äganderätten över företagets egendom utan denna rättighet kvarstår i bolaget och utövas genom bolagets representanter. Aktieägarna har avhändert sig den direkta kontrollen över sitt kapital, under företagets livstid, och tillförsäkrat sig rättigheter att bl.a. välja och kontrollera företagets representanter. Att kalla aktieägare företagsägare är alltså felaktigt. Aktieägare äger aktier, de äger inte företag.

Detta får praktiska implikationer i samband med regeländringar och diskussioner, exempelvis rörande vem som är "kompetent" nog att sitta i företagets styrelse. Det är inte en fråga om äganderätt till företaget och dess egendom – argument som hörs bland kontrollägare – utan hur aktiebolagstekniken ska fungera i samklang med rättsordningen och samhället. Aktieägarnas rättighetsknippe kan utvecklas så att de får tillgång till verk samma mekanismer för att styra och kontrollera företagen genom deras representanter men de kan aldrig fullständigt diktera villkoren. Aktieägarna kan utöva sina rättigheter *gentemot* företaget på

samma sätt som gentemot en avtalspart, inte *över* företaget på samma sätt som staten över medborgarna. Den dag aktiebolagstekniken fullständigt uppfattas som ett pyramidspel den dagen är samhällsekonomin i fara.

Ansvarsutarmning

Aktieäggande är en förmånlig knippe av rättigheter (bl.a. friheten från personligt ansvar) som ställs till förfogande av rättsordningen. Det är lätt att ta ståndpunkten att aktieäggande är bara inkluderar rättigheter och inte föranleder några skyldigheter. Grunden i aktiebolagstekniken är att aktieägarna enkom bidrar med kapital och inte med ledning, strategi eller beslutsförmåga. Aktieäggande har dock blivit till en viktig maktbas i samhället och det är orimligt att denna makt kan brukas utan ett ansvarsutkrävande. Bolagsstyrningen försöker lyfta upp ansvaret för företagets förvaltning till bolagsstämman. Beslut på bolagsstämman fattas under ansvar, både skadeståndsrättslig och skatterättsligt. Att aktieägandet skulle vara ansvarslöst är en vådlig missuppfattning som inte bidrar till en makt- och ansvarsbalans inom bolagsstyrningen.

Konfliktfixering

Bolagsstyrningen utgångspunkt är intressekonflikter mellan de olika aktörerna. Aktieägare ställs mot borgenärer, majoritet mot minoritet etc. Företaget blir ett centrum för intressen och potentiella konflikter. Detta innebär att olika mekanismer måste utvecklas och användas för att företaget ska bli framgångsrikt och bidra till alla aktörers vinning. Problemet med denna modell är att agent- och transaktionskostnaderna torde öka på grund av att intressen ställs mot varandra och resulterar kostsamma förhandlingar inför olika aktiviteter. Modellen gynnar snarare olika typer av intermediärer än företagen och därmed bolagsstyrarna. En alternativ bolagsstyrningsmodell vore intressegemenskap, vilket varit ledordet för samsrbeitsmodellen i det svenska näringslivet och samhällslivet. Intressegemenskap legitimerar aktörerna och företagen samt minskar kostnaderna.

*Un être anonyme naît dans une chambre close,
sans autre ouverture que la fenêtre où il sort.*

Ekelöf, Gunnar, *Natt vid horisonten*, 1930.

KÄLLFÖRTECKNING

RÄTTSKÄLLOR, UTOMRÄTTSLIGA NORMER OCH UTREDNINGAR

Lagar

- Aktiebolagslag (2005:551)
- Bokföringslag (1999:1078)
- Brottsbalk (1962:700)
- Handelsbalk (1736:0123 2)
- Inkomstskattelag (1999:1229)
- Lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument
- Lag (1992:534) om börs och clearingverksamhet
- Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
- Lag (2004:1114) om investeringsfonder
- Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
- Lag (1986:436) om näringsförbud
- Lag (1990:409) om skydd för företagshemligheter
- Lag (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
- Lag (1987:1245) om styrelserepresentation för privatanställda
- Lag (1967:531) om tryggnad av pensionsutfästelse m.m.
- Miljöbalken (1998:808)
- Personuppgiftslag (1998:204)
- Revisorslag (2001:883)
- Skattebrottslagen (1971:69)
- Stiftelselag (1994:1220)
- Årsredovisningslag (1995:1554)

Förarbeten och myndighetsföreskrifter

Statens offentliga utredningar

- SOU 1988:38 Ägande och inflytande i svenskt näringslive, huvudbetänkande av Ägarutredningen
- SOU 1989:72 Värdepappersmarknaden i framtiden, betänkande från Värdepappersmarknadskommittén
- SOU 1990:1 Företagsförvärv i svenskt näringsliv, betänkande från Ägarutredningen
- SOU 1992:13 Bundna aktier, delbetänkande av Aktiebolagskommittén

- SOU 1992:83 Aktiebolagslagen och EG – en anpassning av den svenska lagen till EG:s bolagsdirektiv 1, 2, 3 och 12, delbetänkande av Aktiebolagskommittén
- SOU 1995:44 Aktiebolagets organisation, delbetänkande av Aktiebolagskommittén
- SOU 1997:22 Aktiebolagets kapital, delbetänkande av Aktiebolagskommittén
- SOU 1997:168 Vinstutdelning i aktiebolag, delbetänkande av Aktiebolagskommittén
- SOU 2001:1 Ny aktiebolagslag, slutbetänkande av Aktiebolagskommittén
- SOU 2004:46 Svensk kod för bolagsstyrning, förslag från Kodgruppen
- SOU 2004:47 Näringslivet och förtroende, betänkande från Förtroendekommissionen
- SOU 2004:130 Svensk kod för bolagsstyrning, betänkande från Kodgruppen

Propositioner, kommittédirektiv, departementsskrivelser m.m.

Prop. 2005/06:186 Ersättning till ledande befattningshavare i näringslivet

DS 2006:11 Könsfördelning i bolagsstyrelser

RRV 1994:7 Bolagisering, privatisering eller fortsatt myndighetsdrift? En introduktion till olika frågor om huvudmannaskap och driftsformer för statlig affärsverksamhet, Riksrevisionsverket

FFFS 2004:2 om investeringsfonder, Finansinspektionen

EU och EG

68/151/EG	Rådets första direktiv av den 9 mars 1968 om samordning av de skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 58 andra stycket i Romfördraget avsedda bolagen i bolagsmännens och tredjemans intressen, i syfte att göra skyddsåtgärderna likvärdig.
77/91/EEG	Rådets andra direktiv av den 13 december 1976 om samordning av de skyddsåtgärder som krävs i medlemsstaterna av de i artikel 58 andra stycket i Romfördraget avsedda bolagen i bolagsmännens och tredjemans intressen när det gäller att bilda ett publikt aktiebolag samt bevara och ändras dettas kapital, i syfte att göra skyddsåtgärderna likvärdig.
78/660/EEG	Rådets fjärde direktiv av den 25 juli 1978 grundat på artikel 54.3 g i romfördraget om årsbokslut i vissa bolagsformer
78/855/EEG	Rådets tredje direktiv av den 9 oktober 1978 grundat på artikel 54.3 g i romfördraget om fusioner av publika aktiebolag.
82/891/EEG	Rådets sjätte direktiv av den 17 december 1982 grundat på artikel 54.3 g i romfördraget om delning av aktiebolag
83/349/EEG	Rådets sjunde direktiv av den 13 juni 1983 grundat på artikel 54.3 g i romfördraget om sammanställd redovisning
84/253/EEG	Rådets sjunde direktiv av den 10 april 1984 grundat på artikel 54.3 g i romfördraget om godkännande av personer som har ansvar för lagstadgad revision av räkenskaper.
85/611/EEG	Rådets direktiv av den 20 december 1985 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper

	(fondföretag).
88/220/EEG	Rådets direktiv av den 22 mars 1988 om ändring, såvitt gäller placeringsinriktningen för vissa fondföretag, av direktiv 85/611/EEG om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag)
89/666/EEG	Rådets elfte direktiv av den 21 december 1989 om krav på offentlighet i filialer som har öppnats i en medlemsstat av vissa typer av bolag som lyder under lagstiftningen i en annan stat
89/667/EEG	Rådets tolfte direktiv av den 21 december 1989 på bolagsrättens område om enmansbolag med begränsat ansvar
90/604/EEG	Rådets direktiv av den 8 november 1990 om ändring av tillämpningsområdet för direktiv 78/660/EEG om årsbokslut och direktiv 83/349/EEG om sammanställd redovisning
90/605/EEG	Rådets direktiv av den 8 november 1990 om ändring i direktiv 78/660/EEG om årsbokslut och direktiv 83/349/EEG om koncernredovisning i fråga om tillämpningsområden
92/101/EG	Rådets direktiv av den 23 november 1992 om ändring av direktiv 77/91/EEG om att bilda aktiebolag samt att bevara och ändra dessas kapital
95/26/EG	Europaparlamentets och rådets direktiv av den 29 juni 1995 om ändring av direktiv 77/780/EEG och 89/646/EEG om kreditinstitut, direktiv 73/239/EEG och 92/49/EEG om andra direkta försäkringar än livförsäkringar, direktiv 79/267/EEG och 92/96/EEG om direkta livförsäkringar, direktiv 93/22/EEG om tjänster inom värdepappersområdet samt direktiv 85/611/EEG om företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag)
2000/64/EG	Europaparlamentets och rådets direktiv av den 7 november 2000 om ändring av rådets direktiv 85/611/EEG, 92/49/EEG, 92/96/EEG och 93/22/EEG i fråga om utbyte av information med tredje land
2001/107/EG	Kommissionens beslut 2001/107/EG av den 25 januari 2001 om att senarelägga datumet för tillämpningen av rådets direktiv 1999/36/EG när det gäller vissa transportabla tryckbärande anordningar
2003/51/EG	Europaparlamentets och rådets direktiv av den 18 juni 2003 om ändring av direktiven 78/660/EEG, 83/349/EEG, 86/635/EEG och 91/674/EEG om årsbokslut och sammanställd redovisning i vissa typer av bolag, banker och andra finansinstitut samt försäkringsföretag
2003/58/EG	Europaparlamentets och rådets direktiv av den 15 juli 2003 om ändring av rådets direktiv 68/151/EEG när det gäller krav på offentlighet i vissa typer av bolag
2004/25/EG	Europaparlamentets och Rådets direktiv av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden
2004/108/EG	Europaparlamentets och Rådets direktiv av den 15 december 2004 om tillnärmning av medlemsstaternas lagstiftning om elektromagnetisk kompatibilitet och om upphävande av direktiv 89/336/EEG
2005/56/EG	Europaparlamentets och Rådets direktiv av den 26 oktober 2005 om gränsöverskridande fusioner av bolag med begränsat ansvar
2004/913/EG	Kommissionens rekommendation av den 14 december 2004 om att främja en lämplig ordning för ersättningen till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag
2005/162/EG	Kommissionens rekommendation av den 15 februari 2005 om uppgifter för

företagsexterna styrelseledamöter eller styrelseledamöter med tillsynsfunktion i börsnoterade bolag och om styrelsekommittéer

- KOM 284 (2003) Meddelande från Kommissionen till Rådet och Europaparlamentet, Modernare bolagsrätt och effektivare företagsstyrning i den Europeiska unionen – handlingsplan.
- KOM 685 (2005) Kommissionens förslag till direktiv om utnyttjande av rösträtter av aktieägare i företag som har sitt säte i en medlemsstat och vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2004/109/EG
- III/1639/84 Kommissionens inofficiella utkast till ett nionde bolagsdirektiv

Utomrättsliga svenska normer

Svenska

- AMN 2002:1 Incitamentsprogram, Aktiemarknadsnämnden.
- NBK:s regler om offentligt erbjudande om aktieförvärv (2003)
- NBK:s regler förande offentliggörande av förvärv och överlåtelse av aktier m.m. (1994)
- RR 00:1 Koncernredovisning
- RR 13 Intresseföretag
- Svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:130 [”bolagskoden”].
- Stockholmsbörsens noteringsavtal 1 juli 2006.
- Stockholmsbörsens regler avseende offentliga erbjudanden
- Vägledande etiska regler för kontakt- och relationsfrämjande förmåner i affärsverksamhet, Institutet mot mutor, 2003.
- Vägledning avseende ersättning till VD och ledande befattningshavare, Svenskt näringsliv, 2004.
- Vägledning till god styrelsesed, Styrelseakademin, 2003.
- Övergångslösning för kodens regler om intern kontroll, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, 2005.

Utländska och internationella normer

- The Combined code on corporate governance, (Storbritannien) 2006.
- FN:s Global compact (internationell), 1999.
- ILO:s Declaration on fundamental principles and rights at work (internationell), 1998.
- Guidance on internal control, (Storbritannien), 2005.
- OECD Guidelines for multinational enterprises (internationell), 2000.
- OECD Principles of corporate governance (internationell) 2004.
- Sarbanes – Oxley Act, ”an act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes”, (USA) 2002.

PUBLIKATIONER

Akerlof, George A., *The market for 'lemons', quality uncertainty and the market mechanism*, Quarterly journal of economics, 1970.

Amnesty International och SNS förlag, *Mänskliga rättigheter – företagens ansvar?*, 2001.

Antunes, José A. Q. L. E., *Liability for corporate groups – autonomy and control in parent-subsidiary relations in US. German and EU law – an international and comparative perspective*, Kluwer law, 1994.

Appelgren, Leif och Sjögren, Hans (red.) *Ekonomisk brottslighet och nationalstatens kontrollmakt*, Gidlunds förlag i samarbete med Riksbankens jubileumsfond, 2001.

Arlebäck, Sven Olof, *Från ägarmakt under ansvar till företagsledarmakt u p a – en studie över maktförskjutningen i tre svenska verkstadsaktiebolag*, Lunds universitet, 1995.

Ault, H J, *The impact of tax rules on corporate governance*, i *Till Gunnar Nord – ett symposium*, Norstedts juridik, 1996.

Basking, Jonathon Barron och Miranti, Paul J Jr, *A history of corporate finance*, Cambridge university press, 1997.

Bergström, Clas och Rydqvist, Kristian, *Marknaden för företagskontroll – en analys av aktuella börs- och bolagsrättsliga förslag*, SNS förlag, 1992.

Bergström, Clas och Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem – en rättsekonomisk analys*, Nerenius & Santérus förlag, 1997.

Berle, Adolf A och Means, Gardiner C., *The modern corporation and private property*, Macmillan Company, 1934.

Bernitz, Ulf, *Näringslivets normer*, i *Finna rätt – juristens källmaterial och arbetsmetoder*, 8 uppl., Bernitz, Ulf m.fl., Norstedts juridik AB, 2004.

Bernstein, Peter l., *Against the gods – the remarkable story of risk*, Wiley, 1996.

Bingel, Eva och Sjöberg, Clas, *From defensive to proactive – companies and sustainable growth*, Svenskt Näringsliv 2003.

Brealey, Richard A, m.fl., *Principles of corporate finance*, uppl. 8, McGraw-Hill, 2006.

Brytting, Tomas, *Företagsetik*, uppl. 2, Liber, 2005.

Carlsson, Rolf H., *Ägarstyrning – om corporate governance från Wallenbergfär till offentlig sektor*, Ekerlids förlag, 1997.

Coase, R, *The nature of the firm*, Economica, 1937.

Collin, Sven-Olof *Ägande och effektivitet – Wallenberggruppens och Svenska handelsbanksgruppens struktur, funktion och effektivitet*, Lunds universitet 1997.

Cyert, Richard M. och March, James G., *A behaviour theory of the firm*, Prentice-Hall, 1963.

Dahlman, Christian m.fl., *Rättsekonomi – en introduktion*, uppl. 2, Studentlitteratur, 2005.

Davis, James H., Schoorman, F. David., & Donaldson, Lex, *Toward a stewardship theory of management*, Academy of management review, 1997.

Drury, Robert R. och Xeureb, Peter G. (red.), *European company laws – a comparative approach*, Dartmouth publishing company, 1991.

Easterbrook Frank H. och Fischel Daniel R., *The economic structure of corporate law*, Harvard university press, 1991.

Edenhammar, Hans och Thorell, Per, *Företagens redovisning – att förstå årsredovisningar*, uppl. 5, Iustus förlag, 2005.

Fristedt, Daniel och Sundqvist, Carl-Ivan., *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag 2006*, SIS Ägarservice, 2006.

Frentrop, Paul, *A history of corporate governance 1602-2002*, Deminor, 2002.

Fölster, Stefan, Behövs svenska företag?, i Jonung, Lars, (red.) *Vem skall äga Sverige*, SNS förlag, 2002.

Föreningen för aktiemarknadsfrågor, *Självregleringen på värdepappersmarknaden*.

Galbraith, John Kenneth, *Den stora börskraschen*, Ordfront, 1997.

Grundvall, Björn m.fl., *Vägvisare till börsen*, uppl. 3, Liber ekonomi i samarbete med Ernst & Young, 2003.

Grönfors, Kurt, *Avtal och association*, Nerenius & Santérus förlag, 1997.

Hart, Oliver, *Firms, contracts and financial structure*, Clarendon press, 1995.

Hedlund, Gunnar (red.) *Institutioner som aktieägare*, SNS Förlag, 1985.

Henderson, David, *Missriktad välvilja - Falska föreställningar om företagens samhällsansvar, översättning*, Timbro, 2002.

Henreksen, Magnus och Jakobsson, Ulf, *Den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll vid skiljevägen*, Institutet för näringslivsforskning, under publicering av Expertgruppen för studier i samhällsekonomi (EES), Finansdepartementet, 2006.

Hirschman, Albert Otto, *Voice, exit and loyalty: responses to the decline in firms, organizations and states*, Harvard university press, 1970.

Hägg, Ingemund (red.) *God styrelsesed*, SNS förlag, 1996.

Isaksson, Mats och Skog, Rolf (red.), *The future of corporate governance*, Corporate governance forum, 2004.

Jansson, Per-Ola, *Regelbildning på värdepappersmarknaden*, Juristförlaget, 1995.

Jonung, Lars (red.), *Vem skall äga Sverige?*, SNS förlag, 2002.

Johansson, Sven-Erik och Runsten, Mikael, *Företagets lönsamhet, finansiering och tillväxt – mått, samband och mätmetoder*, 3 uppl., Studentlitteratur, 2005.

Jonsson, Tor, *Försvarmetoder mot fientliga företagsförvärv*, Juridisk tidskrift 1996/97.

Kristiansson, Björn, *Svenska ägarolicies*, 2:a uppl., Företagsjuridik Nord&Co, 2003

Kågerman, Pontus, *Värdepappersmarknadens regelsystem – lagreglering, självreglering och etik*, Norstedts juridik, 2001.

Leijonhufvud, Madeleine och Wennberg Suzanne, *Brott & straff i affärlivet – en lärobok för ekonomer*, uppl. 2, Iustus förlag, 2004.

Lindahl, Magnus, *Bankens villkor i låneavtal vid kreditgivning till högt belånade företagsförvärv – en studie ur agentteoretiskt perspektiv*, Institute of technology, Linköpings universitet, 2000.

Mabon, Hunter, *Organisationslärans utveckling*, uppl. 4, M&B Fackboksförlaget, 1973.

Macey, Jonathan R, *Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – en rättsekonomisk analys*, SNS förlag, 1993.

Magnusson, Åke (red.), *Det globala Ansaret – sjutton röster om internationellt företagande och etik*, Ekerlids förlag, 2003.

Mannheimer Swartling, *Handledning vid tillämpning av Svensk koden för bolagsstyrning*, 2005.

Molin, Håkan och Billfalk, Magnus, *Intern kontroll för styrelseledamöter*, Skriftserie Bolagsstyrning, Ernst & Young, 2005.

Morck, Randall K. (red.) *The history of Corporate Governance around the world - family business groups to professional managers*, Chicago university press, 2005.

Myers, Stewart C., *The capital structure puzzle*, Journal of Finance, 1984

Nilsson-Stjernquist, Per, *Föreningsfirmans funktion*, Gleerups förlag, 1950.

Nord, Gunnar, *“Corporate governance” på svenska*, Juridisk tidskrift, 1989/90.

Nord, Gunnar och Thorell, Per (red.), *Intressekonflikter och finansiella marknader*, Stockholm centre for commercial law, nr. 4, 2006.

- Nyman, Michael, *Risikkapital – private equity- och venture capital-investeringar*, Norstedts juridik, 2002.
- OECD Business sector advisory group on corporate governance, *Corporate governance – improving competitiveness and access to capital in global markets*, 1998.
- Porter, Michael, *Competitive strategy*, Free Press, New York, 1980.
- Pound, John, *The rise of the political model of corporate governance and corporate control*, New York university law review, 1993.
- Pratt, John W. och Zeckhauser, Richard J. (red.), *Principals and agents: the structure of business*, Harvard business school press, 1985.
- PricewaterhouseCoopers, *Global economic crime survey*, 2005.
- Rapp, Birger och Thorstenson, Anders, *Vem skall ta risken?*, Studentlitteratur, 1994.
- Ramström, Dick, *The efficiency of control strategies, communication and decision-making in an organisation*, Almquist & Wiksell, 1967.
- Regeringskansliet, *Statens ägarpolitik 2005*.
- Regeringskansliet, *Verksamhetsberättelse för företag med statligt ägande 2005*.
- Rhenman, Eric, *Företaget som styrt system*, Norstedt, 1964.
- Rhenman, Eric, *Företagsdemokrati och företagsorganisation – om organisationsteoris tillämpbarhet i debatten om arbetslivets demokratisering*, Norstedts, 1967.
- Riksrevisionsverket, *Bolagisering, privatisering eller fortsatt myndighetsdrift? En introduktion till olika frågor om huvudmannaskap och driftformer för statlig affärsverksamhet*, 1994.
- Rodhe, Knut, *Aktiebolagsrätt*, Skog, Rolf (red), uppl. 20, 2000.
- Romano, Roberta, *The Sarbanes – Oxley act and the making of quack corporate governance*, New York university law and economics working papers, New York university school of law, 2004.
- Samuelsson, Lars A. (red.), *Controllerhandboken*, uppl. 8, Industrilitteratur, 2004.
- Samuelsson, Per, *Om rättsekonomens uppkoms och inverkan på den aktiebolagsrättsliga forskningen*, Svensk juristtidning, 1994.
- af Sandeberg, Catarina, *Marknadsmissbruk - insiderbrott och kursmanipulation*, Iustus förlag, 2002.
- af Sandeberg, Catarina, *Aktiebolagsrätten*, Studentlitteratur, 2006.
- Schumpeter, Joseph A, *Capitalism, socialism and democracy*, Harper & brothers, 1942

Shleifer, Andrei, och Vishny, Robert W., *A survey of corporate governance*, The journal of finance, 1997 s 738.

Sevenius, Robert, *On the instruments of governance – law & economic study of capital instruments in limited liability companies*, thesis no 956, Institute of technology, Linköpings universitet, 2002.

Sevenius, Robert, *Företagsförvärv – en introduktion*, Studentlitteratur, 2003.

Simon, Herbert A, *Administrative behaviour*, MacMillan, 1947.

Skog, Rolf (red.), *En svensk kod för bolagsstyrning – vad är det för något och vad innebär den?*, Stockholm centre for commercial law, 2005.

Skogh, Göran och Lane, Jan-Erik, *Äganderätten i Sverige – en lärobok i rättsekonomi*, uppl. 2, SNS förlag, 1993.

Smith; Adam *An inquiry into the nature and causes of wealth of nations*, 1776.

Stattin, Daniel, *Företagsstyrning – styrinstrument och ansvarsföljder i ett aktiebolagsrättslig perspektiv*, Uppsala universitet, 2005.

Strannegård, Lars, *Flipp eller flopp – om misslyckandets dynamik*, Raster förlag, 2003.

Svenskt Näringsliv, *Hållbar utveckling*, 2004.

Svernlöv, Carl, *Arbetsordning och andra instruktioner i aktiebolaget – en introduktion*, uppl. 2, LitteraturCompagniet, 2006.

Svernlöv, Carl, *Svensk kod för bolagsstyrning – med kommentarer för praktisk tillämpning*, uppl. 2, Norstedts juridik, 2006.

Fermenta – fakta och erfarenheter, Stockholms fondbörs, 1998.

Thorell, Per, och Molin, Håkan, *Bolagsstyrningskoden – vägledning och exempel på rapportering*, Skriftserie Bolagsstyrning, Ernst & Young, 2006.

Tricker, Bob, *Essential director*, The economist, 2004.

T:son Söderström, Hans (red.), *Ägarmakt och omvandling – den svenska modellen utmanad*, Ekonomirådets rapport 2003, SNS förlag, 2003.

Werin, Lars, *Ekonomi och rättssystem*, uppl. 2:3, Liber, 1982.

Williamson, Oliver E., *The economics of discretionary behaviour: managerial objectives in at theory of the firm*, Prentice-Hall, 1964.

Williamson, Oliver E., *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*, Free Press, 1975

Williamson, Oliver E. *The economic institutions of capitalism*, Free Press, 1985.

Williamson, Oliver, *Corporate finance and corporate governance*, Journal of finance, 1988.

Wiman, Bertil, *Beskattning av företagsgrupper*, Norstedts juridik, 2002.

Åman, Ola, *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten – om aktiebolagets ställföreträdare och gränser för deras representationsrätt*, Iustus förlag, 1997.

Öhrlings Coopers & Lybrand, Corporate governance forum och Stockholms fondbörs, *God styrelsesed – utveckling och problem*, 1998.