



**Juridiska institutionen**  
HANDELSHÖGSKOLAN VID GÖTEBORGS UNIVERSITET



# **Att följa eller förklara – det är frågan?**

**En uppsats om bolagsstyrning grundad på  
kodreglering och comply or explain-principen**

**Tillämparuppsats Juris  
kandidatprogrammet  
20 p  
Mia (Maria) Lindström  
Handledare: Rolf Skog**

## Sammanfattning och disposition

Corporate governance och vidhängande problematik har i princip existerat sedan bolagsformer som innebar en separation mellan kapital och makt började användas. I synnerhet har problemen vidhängt aktiebolagen som är den bolagsform som främst representerar den organisationsmodell där makten över kapitalet inte enbart tillkommer dess ägare utan även andra, av kapitalplacerarna utsedda, förvaltare. Denna s.k. principal agent-problematik har flera olika tänkbara lösningar. Uppsatsen behandlar dessa olika sätt att hantera corporate governance. Tyngdpunkten ligger dock på självregleringsmodeller med inriktning på s.k. corporate governance-koder.

Inledningsvis diskuteras principal agent-problematiken samt uppkomsten av corporate governance-begreppet och dess innebörd. I sammanhanget tas frågan om begreppets yttre gränser upp med hänvisning till den eventuella begränsning som aktiebolagets syfte uppställer.

I nästa avsnitt redogörs för de olika regleringstyper som gäller för aktiemarknadsbolag. Jag gör en jämförelse mellan självreglering och lagreglering, med tonvikt på fördelar kontra nackdelar. En begränsad översikt över de aktörer som dominerar den svenska självregleringen lämnas också. Vidare diskuteras frågorna om vilka fördelar bruket av koder kan ha framför annan reglering samt om sådana koder verkligen kan ses som självreglering.

Koder av den här typen utvecklades med start i Storbritannien under tidigt 1990-tal. I avsnittet ges en kortfattad förklaring till uppkomsten samt en beskrivning av den första koden och dess efterföljare. Det lämnas en redogörelse för hur den brittiska koden och dess efterföljare knutits till Londonbörsens regelverk samt hur denna koppling och möjligheter till eventuella sanktioner kommit att stärkas.

EU har kommit att spela en allt viktigare roll för utvecklingen av corporate governance-regleringen i medlemsstaterna. Avsnittet tar kommissionens harmoniseringssträvanden som

utgångspunkt för en redogörelse för det arbete som bedrivits men också för en diskussion om de medel kommissionen nu använder för att driva igenom sina visioner om bl.a. stärkta aktieägarrättigheter.

De allra flesta corporate governance-koder bygger på den comply or explain-princip som den brittiska Cadbury-kommittén introducerade. Enkelt sagt betyder det att ett bolag som har att tillämpa en kod måste följa kodens stadganden eller på ett mer eller mindre uttömmande sätt förklara varför man inte gör det. Principen har blivit ifrågasatt inte minst på grund av att det har ansetts svårt att definiera dess innebörd och verkningar. I kapitlet lämnas en redogörelse för uppkomsten av principen samt olika sätt tolka den.

I Sverige ansågs det länge onödigt att anta en bolagsstyrningskod av den typ som emanerat ur den brittiska koden. Orsaken är bl.a. den tämligen omfattande reglering på området som länge funnits i den svenska aktiebolagslagen samt den självreglering som olika intresseorganisationer skapat och som, historiskt sett, fungerat väl. Men i likhet med många andra länder höjdes röster för att ställa högre krav på aktiemarknadsbolagens styrelser och verkställande organ efter ett antal s.k. företagsskandaler. Ämnet aktualiserades också genom EU-kommissionens intresse för- och arbete på området. Det blev Förtroendekommissionen under ledning av Erik Åsbrink som fick i uppdrag att utarbeta en kod som sedan trädde i kraft den 1 juli 2005 och samma år blev en del av Stockholmsbörsens regelverk. Koden, som i många delar liknar den brittiska koden, bygger på comply or explain-principen. En skillnad är dock att den i koden stipulerade valberedningen är ett organ som utses av aktieägarna, inte styrelsen. Undersökningar visar att koden efterlevs relativt väl av bolagen men inte utan protester, och med kvalitetskillnader i redovisningen.

Det har, inte minst i Sverige, spekulerats en hel del i huruvida en kod av det här slaget kan medföra sanktioner för den händelse ett bolag bryter mot kodregler eller helt enkelt struntar i att tillämpa den utan att lämna förklaringar. I Sverige och den absoluta majoriteten av de länder som antagit en nationell kod är den knuten till börsregler med hjälp av comply or explain-principen. Det finns dock inte någon enhetlig struktur kring hur världens börser byggt upp sitt regelsystem. Man kan emellertid dra slutsatsen att konsekvensen för ett noterat bolag som inte lever upp till listningsreglerna i sista hand är avnotering. Men eftersom bolagsstyrningskoderna i allmänhet lagt ansvaret för uppfyllandet av regelefterlevnaden på bolagets styrelse uppstår situationen att ett sådant ”straff” hårdast drabbar aktieägarna och inte

bara de som bär ansvaret. Ett bättre alternativ är givetvis att från börsens sida utdöma böter som sedan, på avtalsmässig grund kan övervältras på bolagsledningen. Vid ett första påseende tycks denna väg, åtminstone i Sverige vara stängd. Om man emellertid studerar äldre rättsfall kan det, enligt min mening, finnas möjligheter att forcera de hinder som börsens regler uppställer. Vad gäller bolagsledningens ansvar har det i Sverige gjorts gällande att koden för bolagsstyrning inte kan ligga till grund vid en skadeståndsbedömning. I finländsk doktrin har motsatt ståndpunkt framförts. Om man ser till svensk rätt kan man argumentera för att koden för bolagsstyrning skulle kunna ligga till grund för en (negativ) culpabedömning då koden, enligt min mening, utgör sedvana samt dessutom finns med som hänvisning till en rättskälla i förarbeten till aktiebolagslagen. En möjlig slutsats är att iakttagande av kodens regler, åtminstone på längre sikt, kommer att bli en del av den omsorgsplikt som åvilar styrelsen och därmed kommer att kunna vägas in i en culpabedömning inför domstol.

Bolagsstyrningskoder av självregleringsmodell är bara ett av de medel som står till buds för att dels göra insynen i aktiemarknadsbolagen större, dels öka aktieägarinflytandet. Samtidigt kan man konstatera att koder av detta slag kan behöva stärkas genom sanktionsmöjligheter, åtminstone i de fall där tillämparna tenderar att utnyttja comply or explain-principen alltför lättvindigt. Problemet här är gränsdragningen. När skall marknadens och aktieägarnas bedömning anses väga för lätt i förhållande till statsmaktens? Uppsatsens visar att initiativet till kodreglering ofta kommit just från staten men utformning och kontroll av efterlevnad, åtminstone inledningsvis, i stort sett lämnats till privata aktörer. Kraven på efterlevnad och sanktionsmöjligheter har dock ökat, inte minst visas detta genom EU-kommissionens agerande. Detta rimmar illa med självregleringstanken som går ut på att viss typ av reglering skall skapas, tillämpas och kontrolleras av dem den berör. Risken med att det på vissa marknader ställs allt högre krav utan möjlighet till avvikelser, vilket bl.a. medför högre kostnader, är att bolag väljer att notera sig på marknader med lägre krav, eller att helt enkelt vända sig till private equity-marknaden. Denna nedåtgående spiral kallas i vissa sammanhang för ett "race to the bottom".

Enligt min bedömning kan dock de organ som förvaltar och utvecklar bolagsstyrningskoderna genom lyhördhet och snabbt agerande - något som är en av självregleringens fördelar - evolvera koderna till att bli ett instrument för en levande dialog mellan aktieägare och bolagsledning. Kort sagt ett medel för att uppnå en fortgående win-win situation.

# Innehåll

<b>Sammanfattning och disposition</b>	s. 2
<b>Inledning</b>	s. 7
<b>Syfte och frågeställningar</b>	s. 8
<b>Metod och material</b>	s. 9
<b>Avgränsningar</b>	s. 9
<b>1. Vad är corporate governance?</b>	s. 10
1.1 Principal agent-problemet	s. 10
1.1.2. Uppkomst	s. 11
1.1.3 Kontrollmekanismer	s. 12
1.2 Definitionen av corporate governance	s. 14
1.2.1 Vilka intressegrupper omfattas?	s. 14
1.2.2 Syftet med aktiebolaget	s. 15
1.2.3 Regleringens målgrupp	s. 17
1.2.4 Den framtida utvecklingen	s. 18
<b>2. Regleringen av aktiemarknadsbolag</b>	s. 20
2.1 Olika typer av reglering	s. 20
2.1.1 Överstatlig reglering	s. 21
2.1.2 Nationell reglering	s. 21
2.2 Självreglering	s. 22
2.2.1 Problematik, fördelar och nackdelar	s. 22
2.3. Organisationer	s. 25
2.3.1 Näringslivets börskommitté	s. 25
2.3.2 Aktiemarknadsnämnden	s. 25
2.3.3 Andra aktörer	s. 26
2.4 Varför koder?	s. 26
<b>3. Ursprunget till Corporate Governance-koder</b>	s. 29
3.1 Corporate governance-kodernas uppkomst	s. 29
3.1.1 Cadbury-kommittén	s. 30
3.1.2 Rapporten	s. 30
3.1.3 The Code of Best practice	s. 31
3.2 Kodens liv efter Cadbury	s. 33
3.2.1 ”Fat Cats”	s. 33
3.2.2 Utvärdering	s. 33
3.3 The Combined Code on Corporate Governance	s. 34
3.3.1 Eftertanke	s. 34
3.3.2 The Combined Code 2006	s. 35
3.4 Kontroll och sanktioner	s. 36
3.5 Problem, trots aktivitet och revidering	s. 37
<b>4. EU:s roll</b>	s. 39
4.1 Harmonisering	s. 39

4.2 Kommissionens arbete	s. 39
4.2.1 Handlingsplanen	s. 39
4.2.2 Strategin	s. 41
4.3 Den fortsatta utvecklingen inom EU	s. 41
4.3.1 Direktivet om aktieägares rättigheter	s. 41
4.3.2 Fjärde, sjunde och åttonde bolagsdirektiven	s. 42
4.3.3 European Corporate Governance Forum	s. 43
4.4 Reflektion	s. 43
<b>5. Comply or explain</b>	s. 44
5.1 Betydelse och innebörd	s. 44
5.1.1 Definition	s. 44
5.1.2 Ursprung	s. 44
5.2 Spridningen av principen	s. 45
5.3 En självständig regleringsmodell?	s. 46
5.4 Reflektioner	s. 47
<b>6. Sverige</b>	s. 49
6.1 Bakgrund	s. 49
6.1.1 Initiativtagare till en svensk corporate governance- kod	s. 50
6.1.2 Kodgruppen	s. 50
6.2 Kodens innehåll	s. 51
6.3 Följ eller förklara	s. 52
6.3.1 Hur redogöra för efterlevnad och avvikelser?	s. 52
6.4 Tillämpning och kopplingen till börsens regelverk	s. 52
6.4.1 Övervakning	s. 53
6.5 Konsekvenser i Sverige – mottagande	s. 53
<b>7. Är sanktioner möjliga?</b>	s. 55
7.1 Disciplinära åtgärder eller avnotering?	s. 55
7.2 Kodens betydelse vid en skadeståndsbedömning	s. 56
<b>8. Slutsats och analys</b>	s. 60
<b>Källförteckning</b>	s. 64

*”The proper governance of companies  
will become as crucial to the world economy  
as the proper governing of countries”*

James D. Wolfensohn<sup>1</sup>

## **Inledning**

Denna uppsats syftar till att belysa typiska corporate governance-problem och olika sätt lösa dessa problem. Uppsatsen handlar om corporate governance i allmänhet och om corporate governance-koder i synnerhet. Det finns inte en enhetlig definition av begreppet corporate governance och följaktligen inte heller någon, enligt min mening, heltäckande svensk översättning av uttrycket. Den översättning som finns i titeln till den svenska koden är ”bolagsstyrning”. En annan översättning är ”ägarstyrning”. En kombination av dessa båda översättningar är en ganska bra beskrivning om vad corporate governance handlar om. Corporate governance handlar inte bara om hur aktiebolag styrs, utan också i hög utsträckning om maktfördelningen i bolagen. Jag kommer därför företrädesvis att använda mig av uttrycket ”corporate governance” i detta arbete.

Corporate governance-kulturen varierar mellan olika länder, inte minst beroende på hur ägarstrukturen ser ut, men också med lagstiftningsnivån och hur denna påverkar ledningsstrukturen i bolagen.

Uppsatsen handlar främst om corporate governance i svenska bolag. För att göra analysen av problematiken och tänkbara lösningar så fullständig som möjlig har jag emellertid studerat även andra rättsordningar än den svenska. Det går inte att skriva om corporate governance-koder utan att sätta sig in i det brittiska systemet, som i likhet med det svenska i hög grad bygger på självreglering. Som en motpol till det brittiska systemet, som gått på export till

---

<sup>1</sup> President of the World Bank, Speaking 1999.

stora delar av världen, måste det amerikanska systemet beaktas. Det representeras numera bäst av den uppmärksammade Sarbanes-Oxley Act, en federal lagstiftningsprodukt som tillkom som en reaktion på en rad s.k. corporate governance-affärer i början av 2000-talet (bl.a. Enron- och Worldcom-affärerna). Jag har i vissa avseenden gjort jämförelser med regelstrukturen och effekterna av denna. Jag har också, i begränsad omfattning, gjort vissa iakttagelser i andra europeiska rättssystem för att beskriva relevanta skillnader som har betydelse för corporate governance- och aktiebolagsrättskulturer. Jag har också studerat den utveckling på området som skett inom EU, och då i synnerhet EU-kommissionens arbete. När det gäller de olika koderna har jag i första hand utgått ifrån den brittiska och använt den och klimatet runt den för att göra en jämförelse mellan den svenska koden.

## **Syfte och frågeställningar**

Uppsatsens syfte är att belysa vissa corporate governance-problem och olika regleringsmodeller för att lösa sådana problem. Fokus ligger på corporate governance-koder. Jag har velat förklara anledningen till kodernas tillkomst och hur utvecklingen skett samt vilka initiativtagarna varit. Jag har även redogjort för en del av de reaktioner, båda positiva och negativa, som följt efter kodernas tillkomst och problem som trots hög ambitionsnivå visat sig svåra att lösa. Undersökningen av det brittiska systemet fyller två syften. Det ena är att söka förklara den historiska uppkomsten av det nu alltmer spridda bruket av koder. Det andra är att tjäna som grund för en jämförelse med utvecklingen i Sverige. Uppsatsen syftar också till att jämföra och beskriva självreglering/koder kontra lagstiftning. Jag belyser även den, enligt min mening, krympande skillnaden mellan dessa system och i synnerhet den roll EU spelar här. Ytterligare ett syfte är att undersöka vad comply or explain-principen innebär samt vilka eventuella sanktionsmöjligheter som finns att tillgripa vid överträdelser av kodernas stadganden.



## Metod och material

Jag delvis använt traditionell rättsdogmatik genom att studera lagar och andra regler samt förarbeten till dessa. På grund av arbetets inriktning har jag i hög grad tagit del av näringslivets självreglering och syftena bakom denna. Jag gått igenom delar av den rikhaltiga doktrin som finns på vissa delar av området, främst för de avsnitt av uppsatsen som behandlar bolags- och värdepappersrätt. Jag har deltagit i olika seminarier och genom samtal och intervjuer inhämtat kunskap från experter på området, vilket varit särskilt värdefullt för förståelsen av comply or explain-principen samt de olika börsernas regleringssystem. Genom användandet av Internet har jag funnit användbar information om bl.a. utländska rättssystem och internationella undersökningar. Jag har även haft stor nytta av tidskrifter, i synnerhet för att ta del av reaktioner på införandet av främst den svenska koden för bolagsstyrning.

## Avgränsningar

I första hand har jag studerat den bolagsrättsliga regleringen i Sverige och Storbritannien. Jag behandlar också EU:s reglering på corporate governance-området, men inte EU:s arbete inom bolagsrätten i stort. Uppsatsen är helt inriktad på regleringens utveckling och inverkan på kapitalmarknadens privata aktörer och därför redogör jag inte för t.ex. spridningen av bruket av koder på bolagsstyrningens område inom den statliga eller kooperativa sfären. Vad gäller Sarbanes-Oxley Act har jag främst studerat effekterna av tillämpningen och inte regleringen i sig.

# 1 Vad är corporate governance?

Vid ett första påseende handlar corporate governance om hur ett (aktie)bolag och dess organ förhåller sig till varandra.

Till bolagsorganen i ett svenskt aktiebolag räknas:

1. Bolagsstämman, vilket är det organ där ägarna utövar sitt inflytande och tillika bolagets högsta beslutande organ.
2. Styrelsen, som utses av bolagsstämman och är det organ som svarar för bolagets organisation samt förvaltningen av bolagets angelägenheter.
3. VD, som ansvarar för bolagets dagliga verksamhet.
4. Revisorn, som för aktieägarnas räkning har en kontrollerande funktion gentemot bolagsledningen.

I denna struktur finns inbyggda problem och intressekonflikter som accentueras särskilt tydligt i bolag där ägandet och förvaltningen av bolagets angelägenheter är åtskilda. Detta är typiskt sett fallet i bolag som vänder sig till allmänheten för kapitalanskaffning. Dessa bolag är ofta aktiemarknadsbolag.

## 1.1 Principal agent-problemet

Den relation som uppstår när någon (agenten) får i uppdrag att (rätts)handla för någon annans (principalen) räkning brukar av ekonomer kallas ett principal agent-förhållande. Min handledare brukar på ett enkelt sätt illustrera detta med att berätta om en person som på uppdrag av en restaurang i närheten, står på Drottninggatan i Stockholm med en reklamskylt. Ett annat exempel är den bolagsledning till vilken ägarna delegerar ansvaret för bolagets löpande verksamhet. Så länge agenten är lämpad för uppgiften och dennes och principalens intressen sammanfaller brukar relationen fungera väl. Men det är inte alltid så. För att återgå till personen med skylten så händer det ofta, särskilt vid kallt väder, att denna person i stället

riggar upp skylten vid en lyktstolpe och själv sitter under infravärmen vid en butik några meter bort. I stället för att utföra det arbete han har i uppdrag att utföra, (att med skylten i hand aktivt göra reklam för restaurangen), ser han till sina egna intressen (att slippa frysa och kanske vila fötterna).

Mannen med skylten är ett exempel på den klassiska principal agent-problematiken. Och för att återvända till aktiebolaget, hur kan ägarna av ett bolag kontrollera och se till att deras intressen tillgodoses på bästa sätt av dem som tillsatts för att sköta vissa uppgifter?

### 1.1.2. Uppkomst

Den inneboende problematiken i maktspelet mellan ett (publikt) aktiebolags ägare och dess styrande organ uppmärksammades redan av Adam Smith i slutet av 1700-talet. Han skrev: "The directors of such companies, however, being the managers of other people's money than their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the anxious vigilance with which the partners in a private co-partnery frequently watch over their own... Negligence and profusion, therefore, must always prevail more or less, in the management of the affairs of such a company."<sup>2</sup>

Pionjärbetet i mer modern tid är en undersökning gjord i Förenta staterna i slutet av 1920-talet.<sup>3</sup> Undersökningen utfördes av juristen Adolph Berle och ekonomen Gardiner Means och resulterade i boken "The Modern Corporation and Private Property". Berle och Means hävdade bl.a. att separationen av kontrollen från ägarna, och det spridda ägandet av aktier, ledde till att aktieägarna inte längre kunde kontrollera hur deras bolag styrdes. Uppkomsten av professionella företagsledare resulterade i att ledarna av bolaget fick allt större makt att påverka bolagets framtida utveckling. Detta ledde i sin tur till att det skapades en allt större andel aktieägare som i realiteten inte hade någon makt över bolaget.

---

<sup>2</sup> Smith, A. An Inquiry into the Causes of the Wealth of Nations s. 31.

<sup>3</sup> Berle, A., & Means, G. The Modern Corporation and Private Property, 1932

### 1.1.3 Kontrollmekanismer

Vilka möjligheter har då aktieägarna att kontrollera att bolagsledningen på bästa sätt tillgodoser deras intressen? I den ekonomiskt inriktade litteraturen brukar fyra sätt att lösa principal agent-problematiken framhållas

1. Kontraktsmetoden. Enligt denna metod upprättas ett avtal mellan aktieägare och bolagsledning där alla skyldigheter och åtaganden regleras. Problemet med denna metod är att ett sådant kontrakt i praktiken aldrig kan täcka alla situationer som skulle kunna uppkomma. Kontraktet skulle sannolikt också bli föremål för oändliga omförhandlingar.

2. Incitamentsprogram. Ett annat sätt att försöka försäkra sig om bolagsledningens lojalitet är att skapa en situation där bolagsledningens intressen sammanfaller med bolagets. Genom att göra bolagsledningen till aktieägare eller potentiella aktieägare i bolaget får dessa en del av den vinst som uppkommer och kan förväntas agera på ett sätt som sammanfaller med ägarnas intressen.

3. Övervakning. Aktieägarna har också möjlighet att kontrollera bolagsledningen genom styrelse och revisor. Styrelsestrukturen kan typiskt sett se ut på två olika sätt. Det monistiska styrelseskicket i sin renaste form återfinns i bl.a. Storbritannien, där styrelsen utgörs av "executives" d.v.s. bolagsledningen och "non-executives" som är från bolagsledningen, bolaget och större aktieägare oberoende styrelseledamöter, och har en kontrollerande funktion. Det dualistiska styrelseskicket som bl.a. praktiseras i Tyskland består av en övervakande styrelse "Aufsichtsrat" med stämموvalda ledamöter och en verkställande styrelse "Vorstand" är ett styrelseliknande organ med verkställande befogenheter. I Sverige bekänner vi oss till det monistiska styrelseskicket trots funktionsuppdelningen mellan styrelse och verkställande direktör. Styrelsen har här en kontrollfunktion gentemot bolagsledningen. Revisionens (främst externrevisionens) roll är i sammanhanget att på ett objektivt sätt granska styrelsens och bolagsledningens finansiella rapportering.

4. Reglering. De regler som ligger till grund för att aktieägarna skall kunna kontrollera bolagsledningen återfinns främst i en aktiebolagslag och andra relevanta lagar på området.

Som ett komplement till lagens regler finns för aktiemarknadsbolagen listningskrav och andra börsregler. Marknadens aktörer kan också själva ta initiativ till att skapa regler. Exempel på sådan självreglering är i Sverige NBK:s regler, vissa av dessa regler har blivit en del av Stockholmsbörsens noteringskrav, andra är ”fristående”. I Storbritannien är denna typ av självreglering mycket vanlig, ett exempel är ”The City Code of Mergers and Takeovers”.

Corporate governance-diskussionen handlar om att hitta en balans som ger företagsledningen nödvändig frihet att fatta affärsmässiga beslut och samtidigt tillgodoser aktieägarnas behov av att ha kontroll över företagsledningen.

Kontrollen kan alltså ske på olika sätt. I den ena änden av skalan finns möjligheten att ha en helt fri marknad för företagsledare så att ineffektiva ledare får leva i fruktan för takeovers (icke förhandlade kontrollägarskiften) och att bli ersatta. Motsatsen är det fulla utövandet av det dualistiska styrelseskicket, där den övervakande styrelsen har makten att tillsätta och entlediga den verkställande styrelsen, men kontrollen över den verkställande styrelsen uppnås genom att övervaka den övervakande styrelsen.

Koder på corporate governance-området är en slags medelväg, där lösningen på problemet är att lägga tyngdpunkten på oberoende styrelseledamöter utan att begå det paradigmskifte i tankesätt och kontroll som en övergång till det dualistiska styrelseskicket skulle innebära.<sup>4</sup>

Utvecklingen och spridningen av corporate governance-reglering kan inte bara förklaras med en önskan att ”hålla en tumme i ögat” på en förmodat egennyttig bolagsledning utan lika mycket av en önskan att attrahera riskkapital. Det har blivit allt viktigare att visa den i allt högre grad konsoliderande kapitalmarknaden att den nationella regelstrukturen för aktiemarknadsbolag präglas av ordning och öppenhet. Att på detta sätt skapa ett förtroende för marknaden är i allra högsta grad nödvändigt för att finansiera verksamheter på marknader där ägarbilden domineras av institutionella och, ofta internationella investerare. I en undersökning som gjorts av McKinsey’s Global Investors, har det visat sig att investerare är villiga att betala ett premium på 12 – 14% för bolag i Förenta staterna, Storbritannien och inom EU, som visar att de praktiserar god corporate governance.<sup>5</sup>

---

<sup>4</sup> Dine, J. The Role of the Non-Executive Director, Corporate Governance & Corporate Control, s. 204.

<sup>5</sup> [www.londonstockexchange.com/en-gb/about/Newsroom/Media+Resources/Speeches/speech18.htm](http://www.londonstockexchange.com/en-gb/about/Newsroom/Media+Resources/Speeches/speech18.htm)

## 1.2 Definitionen av corporate governance

Med ursprung i den brittiska Cadbury-koden (se nedan) har corporate governance givits en internationellt accepterad definition som ” the system by which companies are directed and controlled”.<sup>6</sup> Detta synsätt bygger på delegering av makt enligt principal agent-teorin och den i Storbritannien förhärskande uppfattningen att bolagsledningens odiskutabelt främsta uppgift är att se till aktieägarnas intressen.<sup>7</sup>

### 1.2.1 Vilka intressegrupper omfattas?

Den brittiska definitionen har blivit internationellt accepterad, men från vissa håll också kritiserad. Sheikh och Reese kritiserar den i deras tycke alltför snäva gränsdragningen av corporate governance som gjordes i Cadbury-rapporten, eftersom rapporten främst var inriktad på de finansiella aspekterna av corporate governance. Cadbury-kommittén, säger de, insåg inte de vidare dimensionerna av corporate governance. Det kommittén gjorde var att förstärka trepartskonstellationen bolagsledning – aktieägare – revisor, som länge varit förhärskande i Storbritannien utan att ta hänsyn till bolagets övriga intressenter såsom anställda, kunder, leverantörer och samhället i stort.<sup>8</sup>

Sheikh och Reese<sup>9</sup> utgår bl.a. från Berle och Means's arbete (se not 3) när de ger uttryck för åsikten att innebörden av corporate governance kanske borde vara ännu vidare:

*”Corporate governance should also be perceived as a 'social contract' between the company and the wider constituencies of the corporation which morally obliges the corporation and its directors to take account of the interests of other 'stakeholders'. Corporate governance is also concerned with the ethics, values and morals of a corporation and its directors. Do corporations care about the environment? Do corporations care about the atmosphere they pollute? Do corporations care about the adverse publicity they attract from various constituencies? Do corporations take account of the demands of consumer lobbyists? These*

---

<sup>6</sup> Rickford, J. Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors? Capital Markets and Company law, s.462. Cadbury-rapporten p. 2.5. Hempel-rapporten p. 1.15.

<sup>7</sup> Rickford, J. Fundamentals, Developments and trends in British Company Law, EFCR 4/2004.

<sup>8</sup> A.a. s. 11 f.

<sup>9</sup> Sheikh, S., och Rees, W. Corporate Governance & Corporate Control, 1995

*are all issues of ethics and morals which must form part of corporate culture. They must be implemented by corporations in practice.”<sup>10</sup>*

Det finns rättsordningar där detta ”stakeholder”- intresse är vedertaget. I Tyskland anses bolagsledningen bunden av att tillgodose intressen utöver det snäva aktieägarperspektivet i utövandet av sin lojalitetsplikt. Det tyska begreppet tyska ”das Unternehmensinteresse” omfattar enligt rättspraxis även intressen som traditionellt betraktas som bolagsfrämmande.<sup>11</sup>

Den danska definitionen av corporate governance som också representerar detta synsätt lyder: ”De mål, et selskab styres efter, og de overordnede principper og strukturer, der regulerer samspillet mellem ledelseorganen i selskabet, ejerne samt andre, der direkte berørers af selskabets dispositioner og virksomhed (her kollektivt benævnt selskabets ”interessenter”). Interessenter omfatter blandt andet medarbejdere, kreditorer, leverandører, kunder og lokalsamfund.<sup>12</sup> Den danska definitionen synes vara inspirerad av den tyska uppfattningen att aktiebolaget inte bara har ett ansvar mot sina aktieägarna, utan också är en del av samhället i stort och därför har ett ansvar mot detta.

### **1.2.2 Syftet med aktiebolaget**

Men går detta ihop med den klassiska uppfattningen om syftet med ett aktiebolags verksamhet, nämligen att bereda vinst åt aktieägarna?<sup>13</sup> Detta stadgande kan ses som en uppmaning att driva verksamheten enligt den neoklassiska teorin om vinstmaximering.<sup>14</sup>

Det är visserligen möjligt att frånga vinstsyftet. Enligt aktiebolagslagen (ABL) (2005:551) 3kap. 3§ kan man i bolagsordningen ange att ändamålet med bolagets verksamhet skall vara ett annat än att bereda aktieägarna vinst, vilket dock är sällsynt.<sup>15</sup> Vinstsyftet kan också frångås om alla aktieägare är överens om det. Det krävs alltså ett enhälligt aktieägarbeslut, om inte syftet med bolagets verksamhet enligt bolagsordningen är ett annat. Om man ser till den

---

<sup>10</sup> A.a. s. 4.

<sup>11</sup> Dotevall, R. Bolagsledningens skadeståndsansvar, s.112 f

<sup>12</sup> Nørby -udvalgets rapport on Corporate Governance i Danmark – Anbefalinger om for god selskabsledelse i Danmark, 2001.

<sup>13</sup> Se även ABL(1975:1385) 12 kap.1§ 3 st. samt Rhode, K. Aktiebolagsrätt, s. 241 ff.

<sup>14</sup> Dotevall, R. Bolagsledningens skadeståndsansvar, s. 123.

<sup>15</sup> Rhode, K. Aktiebolagsrätt a st.

svenska aktiebolagslagens regler är den enda i lagen erkända ”avtappningen” som inte har med bolagets egentliga verksamhet att göra, och som bolagsledningen själv kan besluta om, gåva till välgörande ändamål. Denna gåva måste då vara av ringa betydelse i förhållande till bolagets (ekonomiska) ställning.<sup>16</sup> Kan man verkligen utgå från något annat intresse från aktieägarnas sida?

För att tillgodose andra intressen än i första hand aktieägarnas, måste man inte då se till att detta tillgodoseende också blir till en ekonomisk vinst för aktieägarna? Frågan blir då i vilken stund detta primära mål skall uppfyllas. Kan bolagsledningen i ett aktiemarknadsbolag, dvs. ett publikt bolag vars aktier är noterade på börs eller auktoriserad marknadsplats, genom att se också till intressenternas intressen uppfylla sitt åtagande att maximera aktieägarnas vinst?

Vinst är inte bara den eventuella utdelning som kan komma aktieägarna till godo, utan också det värde ett bolag har. Bolagets värde är enligt en definition som ekonomerna brukar använda, lika med summan av bolagets alla framtida vinster. Det borde innebära att om en styrelse i sin ledning av bolaget inte bara ser strikt till aktieägarnas intressen, utan också till sina intressenters syften, men med en väl underbyggd strategi att på så sätt öka bolagets värde på lång sikt innebär ju det också ett tillgodoseende av aktieägarnas intressen.

Frågan man då måste ställa sig är vilket tidsperspektiv aktieägarna har på sitt ägande. Åtminstone i ett aktiemarknadsbolag är kretsen av ägare ofta stor och dessutom skiftande. Inslaget av institutionellt ägande, inte minst i ett internationellt perspektiv ökar idag på alla kapitalmarknader. Den typen av investeringar präglas i stor utsträckning av institutionernas åtagande gentemot *sina* ägare och de kunder som äger delar i deras olika fonder. Ett ofta kritiserat handlingsmönster, men naturligt om man ser till ovanstående, hos dessa investerare är tendensen till ett relativt sett kortsiktigt ägande inriktat på att skapa vinster som kommer bl.a. kunderna till godo. Kan man med detta i åtanke hävda att corporate governance också måste utsträckas till att innefatta åtagande gentemot andra ”stakeholders” än aktieägarna? En förutsättning för att göra det är, enligt min mening, att kriteriet långsiktighet läggs till för att uppnå syftet att ”bereda maximal vinst” åt aktieägarna.

---

<sup>16</sup> ABL (2005:551) 17 kap. 5§.



### 1.2.3 Regleringens målgrupp

Vilken är då målgruppen för regler av corporate governance-karaktär? Traditionellt är det bolagets styrelse och ledning som är målgruppen, men om även andra intressenter skall tillgodoses måste även bolagets ägare omfattas av regleringen och delta i beslutsprocessen. Hur går det då med den vedertagna principal agent-fördelningen i bolagen? Denna bygger på att åtminstone större bolag har den strukturen att varje ägare inte alltid kan delta i alla beslut, utan är hänvisad till bolagsstämman. Det är självklart att vissa intressen hos vissa intressegrupper måste tillgodoses, inte minst för att det finns lagregler på området eller att det följer av avtal eller handelsbruk. Att ett bolag bör betala sina skulder, leverera i tid, följa kollektivavtal och arbetsrättslig- eller miljölagstiftning för att överhuvudtaget fortsätta existera är klart. Likaså att vårda sina kundrelationer.

Men kan och bör en styrelse i sin ledning av bolaget även involvera moral och etiska aspekter? Måste man dra en gräns emellan bolagsstyrning och ägarmakt respektive etiska och sociala aspekter? Finns det en traditionell eller naturlig gräns mellan dessa två intresseområden?

Det ganska vanligt att bolag idag har utarbetat policy-dokument av etisk karaktär.<sup>17</sup> Dessa interna regler är alltså i högsta grad frivilliga åtaganden gentemot utvalda intressegrupper.<sup>18</sup> (I de fall de inte innehåller hänvisningar till eller utdrag från tvingande regelverk). Om bolagsledning eller andra inte följer sina egna regler är det således bolaget själv, eller möjligtvis marknaden som dömer över detta. Bolaget kan självt ändra sina regler eller besluta att avvika från dem.

Skillnaden gentemot koder och annan reglering på corporate governance-området är den att sådana koder tillkommit utanför bolaget, och alltså inte kan ändras av bolaget självt. Reglerna i koderna är oftast av comply or explain-karaktär, vilket innebär att godtagbara förklaringar till avvikelser måste lämnas offentligt. Detta betyder att det är marknaden som dömer över förklaringarnas kvalitet. Är koden dessutom kopplad till borsregler eller lag kan även sanktioner bli aktuella.

---

<sup>17</sup> Det pågår ett internationellt samarbete för att skapa en rådgivande standard för socialt ansvarstagande i företag och organisationer: ISO 26000. Se t.ex. Dagens Industri 27 april 2005.

<sup>18</sup> Det sägs dock i Cadbury-rapporten att det är ”good practice” att styrelsen utformar etiska koder och offentliggör dessa både internt och externt.

Om det i likhet med svensk rätt inte går att komma runt vinstsyftet, med undantag för de möjligheter lagen medger, är det ju inte möjligt för en bolagsledning att ta hänsyn till sådana intressen på bolagets bekostnad om det inte syftar till att ”bereda aktieägarna vinst”. Det måste alltså, i likhet med vad som gäller i t.ex. Tyskland, finnas lagstöd (eller aktieägarstöd) för att beakta de stakeholder-intressen som inkräftar på bolagets, även långsiktiga, vinstmaximering.

#### **1.2.4 Den framtida utvecklingen**

De olika definitionerna av begreppet corporate governance varierar inte bara från land till land utan också i tiden. Inte minst den ständiga uppdatering som sker av såväl nationellt skapade koder som s.k. modellkoder t.ex. OECD:s kod visar att corporate governance är ett fenomen i ständig rörelse, alltså långt ifrån ett statiskt begrepp.

Corporate governance-debatten tog sin utgångspunkt i regler och rekommendationer för styrelse och bolagsledning. Ju mer genomreglerat det området blir desto mer söker sig begreppet nya vägar och börjar omfatta områden utanför det traditionella. Inte minst genom aktieägarorganisationer som t.ex. Aktiespararna i Sverige, tillkommer ökade krav på vad god corporate governance bör innefatta.

Det kan ses som en slags önskelista från aktieägarna och det finns tendenser som visar att tänkbara önskemål på den kommande corporate governance-agendan är regler för bolagets vinstdisposition och principer för hur aktieägarna skall behandlas. I sammanhanget är också begreppet ”shareholder-activism” intressant. I den pågående debatten på området är detta ett ämne som ständigt växer i betydelse. Innebörden är att antingen självpåtaget eller utifrån kommande påbud om att aktieägarna skall utöva sina rättigheter. Rättigheterna som avses är de som utövas vid bolagsstämman, dvs. aktieägarnas maktpåliggande funktion. I den brittiska koden finns denna typ av reglering med, dock som en rekommendation, inte något som måste följas eller förklaras. Rekommendationer av denna karaktär återfinns också i det amerikanska rättssystemet. I den svenska koden för bolagsstyrning finns ett avsnitt om ägarroll och ägaransvar, där bl.a. vikten av att ägare med stora aktieinnehav utövar sitt inflytande via

bolagsstämman poängteras.<sup>19</sup> Dessa rekommendationer ligger också i den svenska koden utanför det egentliga regelverket och omfattas följaktligen inte av krav på följsamhet eller förklaringar. Trots det visar den uppmärksamhet som ämnet ges att perspektivet håller på att förändras till åtminstone ett fokus som är delat mellan bolagsledning och aktieägare.

Sammanfattningsvis kan sägas att innebörden av vad corporate governance är och vad som skall innefattas i begreppet inte är helt klart. Det finns farhågor om vad en alltför snäv definition kan innebära, i synnerhet för de som inte är direkt involverade i bolaget. Som jag illustrerat ovan, finns det å andra sidan problem förknippade med främst den klassiska uppfattningen om syftet med aktiebolagets verksamhet, om omfattningen av begreppet görs alltför vid. Med tanke på den utveckling och den opinionsförändring som ständigt sker i samhället och som givetvis också sker på kapitalmarknaderna, kan man utan svårighet förutse att begreppet även i fortsättningen kommer att vara föremål för debatt och därmed också för förändring.

---

<sup>19</sup> Svensk kod för bolagsstyrning, avsnitt II.

## 2 Regleringen av aktiemarknadsbolag

Den 16 juni 1288 såldes andelar av gruvan i Stora Kopparberg i Falun, och därmed hade världens första aktiebolag bildats. Aktiebolaget är på många sätt en förutsättning för moderna ekonomiers framväxt, eftersom konstruktionen möjliggör ett begränsat risktagande: ägaren riskerar enbart sitt insatta kapital och är inte personligen ansvarig för bolagets skulder. Värdepapper och finansiella instrument är fundamentala för att ekonomier skall utvecklas, och nästan all ekonomisk verksamhet börjar med en investering.<sup>20</sup> Just för att värdepappersmarknaden utgör en så väsentlig del av samhällets grundvalar finns ett regleringsbehov. Värdepapper, i form av aktier och annat, köps och säljs dagligen i mycket stor omfattning. Värdepappersmarknaden är till stora delar en massamarknad som präglas av anonymitet i ett stort antal likartade affärer varje dag, vilket innebär att fasta regler krävs dels för marknadens funktion, dels för att etiken i dessa transaktioner skall upprätthållas.<sup>21</sup> En förutsättning för att kapitalmarknaden skall fungera är att det finns ett förtroende mellan emittenter och investerare. Det finns de som hävdar att öppna och oreglerade finansmarknader är det bästa sättet att få osäkerheter och risker att styras. Finansmarknadens aktörer måste dock kunna lita på att de faktiskt förfogar över sitt kapital, och därigenom krävs olika former av reglering och system som ser till att reglerna efterföljs.<sup>22</sup> Att hitta en balans mellan en marknad som präglas av total frihet och en som är fullständigt reglerad, maximering av marknadskrafterna kontra normmaximering, är något som ständigt pågår. Den mängd regler som de facto omgärdar kapitalmarknaderna fyller olika typer av behov och är, åtminstone till stora delar, nödvändig trots den förhärskande grundfilosofin inom värdepappersmarknaden om en fri marknadsutveckling.

### 2.1 Olika typer av reglering

Initiativ till och tillskapande av reglering kan komma från olika håll:

---

<sup>20</sup> Brülde, B., Strannegård, L. Affärsetik s 141 f. 2007

<sup>21</sup> Jansson, P O. Regelbildning på värdepappersmarknaden, sid. 35 f. 1995

<sup>22</sup> Brülde, B., Strannegård, L. A st.

- EU-reglering, främst i form av direktiv
- Nationell lag och myndighetsföreskrifter
- Börsens eller andra marknadsplatsers regler
- Självreglering, dvs. reglering skapad av markandsaktörerna själva

### 2.1.1 Överstatlig reglering

EU-regleringen vad gäller bolagsrätt och värdepappersmarknaden syftar i hög grad till att harmonisera medlemsländernas lagstiftning för att undanröja handelshinder länderna emellan och att eliminera diskriminering. Ett annat syfte, som bl.a. kommit till uttryck i den s.k. Lissabon-strategin är att stärka den europeiska kapitalmarknaden i ett internationellt perspektiv. Vilka åtgärder man inom EU vidtagit på corporate governance-området kommer jag att redogöra för i ett senare avsnitt.

### 2.1.2 Nationell reglering

Associationsrätten innehåller olika regler för olika typer av bolag. För aktiebolagens del gäller främst aktiebolagslagen.<sup>23</sup> Den svenska aktiebolagslagen innehåller dels regler som är gemensamma för både privata och publika bolag, dels regler som gäller endast för publika bolag.<sup>24</sup> De senare ställer typiskt sett högre krav på bolagen. Andra länder, som t.ex. Norge, Danmark och Tyskland har tudelad lagstiftning för de olika bolagsformerna.

Bolagslagstiftningen är för dessa länder och de flesta andra europeiska länder nationell. I USA är bolagslagstiftningen i huvudsak en delstatlig angelägenhet, endast viss reglering är federal (t.ex. Sarbanes-Oxley Act). En konsekvens av det delstatliga systemet är att bolag registrerar sig i stater som anses ha en bra eller fördelaktig lagstiftning, där delstaten Delaware utmärker sig med en hög andel av de största amerikanska börsbolagen.

Utöver aktiebolagslagens regler finns annan lagreglering, som t.ex. strafflagen om marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument, årsredovisningslagen, speciallagstiftning om prospekt m.fl. För bolag som vänder sig till allmänheten för

---

<sup>23</sup> Aktiebolagslag 2005:551

<sup>24</sup> Återfinns i den nu gällande ABL i slutet av varje kapitel

kapitalanskaffning och som är noterade på en börs eller auktoriserad marknadsplats gäller ytterligare regler. Dessa aktiemarknadsbolag träffas också av annan myndighetsreglering. Dessutom har marknadsplatserna egna regler. Vissa av dessa regler är påbjudna av lagstiftare eller myndighet, andra utgörs av det som kallas självreglering. Utöver det finns ytterligare självreglering i form av koder, aktieägarpolicy, policydokument framtagna av bolagen själva samt reglering framtagen av olika intresseorganisationer.

## 2.2 Självreglering

Ett kännetecken hos självreglering är att den oftast syftar till att styra in en marknad i ett visst önskvärt beteende oberoende av formella gränser.<sup>25</sup> De flesta kapitalmarknader styrs genom såväl lagstiftning som utomrättsliga regler framtagna av intresseorganisationer och sammanslutningar av representanter från näringslivet med eller utan inslag av samhällsrepresentation.

### 2.2.1 Problematik, fördelar och nackdelar

Självreglering skiljer sig från lagstiftning på flera sätt. Initiativtagare till självreglering är ofta de grupper som själva direkt kommer att beröras av den. Följaktligen blir det då också ofta så att initiativtagaren eller någon utsedd av denne kommer att bevaka efterlevnaden av regleringen samt också utdöma eventuella sanktioner. Problem som kan uppstå vid en sådan maktkoncentration förutsåg Montesquieu redan på 1700-talet.<sup>26</sup> I ”De l’Esprit de loi” (Om lagarnas anda) förespråkade Montesquieu en maktodelningslära mellan de lagstiftande, dömande och verkställande organen. Självreglering kan bl.a. kritiseras på den grunden att den ibland brister i maktfördelning. Risken finns att bedömningar kan tendera att bli väl kollegiala.

Annan kritik som riktats mot självreglering är att det saknas andra sanktioner än marknadens egna t.ex. lägre värderade aktier och social kontroll. I Förtroendekommissionens betänkande förs ett resonemang som grundar sig på den s.k. spelteoretiska infallsvinkeln.<sup>27</sup> Denna går i

---

<sup>25</sup> Jansson, P O. Regelbildning på värdepappersmarknaden, sid.45

<sup>26</sup> Se De l’Esprit de lois, 1748. Delvis i sv. Översättning ”Om lagarnas anda”

<sup>27</sup> SOU 2004:47

korthet ut på att den enda anledningen till att spelarna (dvs. marknadsaktörerna) samarbetar är vinstmaximering för alla parter, kort sagt att det lönar sig bättre att komma överens än att konkurrera. En inbyggd problematik är att det alltid finns spelare som bara låtsas samarbeta för att på så sätt vinna ännu mer. Det samhällsproblem som då uppstår kallas den ”sociala fällan” och infaller när allt fler av de spelare som vill samarbeta börjar misstänka att andra i systemet inte följer spelreglerna och därför själva börjar bryta mot dem. När den bollen satts i rullning undermineras systemet snabbt. Förutom vissa incitament som främjar samarbete mellan spelarna har det i ett spelteoretiskt perspektiv visat sig viktigt att det finns juridiska och sociala sanktioner inbyggda i systemet. Det lagfästa och de socialt normerande systemen kompletterar varandra men befinner sig även i konkurrens. Vissa lagfästa regler har ingen grund i det allmänna rättsmedvetandet, som exempel anges att det ofta är accepterat att ta in en flaska whisky för mycket i tullen, men inte att rycka väskor från äldre damer. Den sociala kontrollen ofta mycket stark och är typiskt sett knuten till olika subkulturer. Det har visat sig att den sociala kontrollen, det som inom en viss grupp är accepterat eller tabu, ibland är betydligt viktigare än statens sanktioner. Det har från näringslivet uttryckts kritik mot i synnerhet koden för bolagsstyrning. Det har uppmanats till ”civil olydnad” mot de delar av regleringen som uppfattats som alltför detaljerade. Men här är det ju så att det finns en önskan från det allmänna och åtminstone delar av marknadsaktörer att reglerna skall bli norm. Givetvis är det så att regler, oavsett om de är av juridisk eller självreglerande karaktär, måste vara så pass förankrade i rättsmedvetandet samt kopplade till den sociala kontrollen att aktörerna anser att de är värda att försvaras och följas. Kort sagt att de blir normerande.<sup>28</sup> Men å andra sidan är det så att de regler som så att säga redan är planterade i rättsmedvetandet inom en grupp knappast blir mer normerande av att sättas på pränt. Det blir mer en ordningsfråga. Slutsatsen hos Förtroendekommissionen är att ”så gör alla andra” är ett kraftfullt argument för att ändra beteendet när den sociala kontrollen är den grundläggande styrmekanismen. Man säger att därmed kan antagligen beteenden som tidigare betraktades som brott mot sociala normer legitimeras ganska snabbt. Och vice versa säger jag, det som tidigare var acceptabla brott mot en norm kan med tiden bli betraktat som oacceptabelt.<sup>29</sup>

Självregleringens regelverk kallas ofta för rekommendationer eller principer. Därigenom markeras att det inte handlar om tvingande regler, vilket det heller inte kan bli fråga om såvida inte regleringen utgör ett avtal som parterna förbinder sig att hålla, men detta är

---

<sup>28</sup> Se även Karlgren, Hj, Kutym och rättsregel, s. 44 ff.

<sup>29</sup> Se även Runesson E M. Avtals- och tvistlösningsförhandling ang. spelteori s. 13 ff.

ovanligt. Det är dock inte ovanligt att börser gör viss självreglering, som anses viktig och har särskild dignitet, till en del av inregistreringskontrakt och noteringsavtal.<sup>30</sup> Resultatet blir att sådana rekommendationer blir bindande på avtalsmässig grund för aktiemarknadsbolagen, och kan leda till sanktioner vid brott mot dem. När det inte är frågan om avtal är det ”bara” marknaden som kan döma över ett visst beteende.

En anledning till att ta initiativ till självreglering kan vara att föregripa och samtidigt förhindra lagstiftning på ett område. En sådan ordning kan vara att föredra då lagstiftning bör förbehållas områden där den verkligen behövs och eller där det kan tyckas onödigt klåfingrigt att gripa in med en lag. *Bernitz* skriver att ett viktigt syfte för självreglering är att medverka till att man inom näringslivet håller en så hög etisk standard att särskilda lagstiftningsåtgärder blir onödiga eller i vart fall mindre ingripande än annars hade varit fallet.<sup>31</sup> Man kan också hävda att det är demoraliserande för rättssamhället att skapa lagar som anses onödiga och just därför kanske inte till fullo följs eller tillämpas. Men självreglering har också ofta en viktig funktion genom att den stramar upp regleringen ytterligare i förhållande till lagstiftningen. Syftet med det är att öka kraven ytterligare på marknadsaktörerna för att uppnå ett önskat handlingsmönster, eller om man så vill, en norm som höjer sig ovan minsta godtagbara nivå. *Jansson* hävdar, i linje med Värdepappersmarknadskommittén<sup>32</sup> att det inte går att bortse ifrån delar av lagstiftning och myndighetsföreskrifter när man skall beskriva självreglering. Portalbestämmelser och ramlagstiftning kan och bör vidareutvecklas genom självreglering.<sup>33</sup>

All självreglering bygger på tanken om ändamålsenlig tolkning snarare än bokstavstolkning, något som bl.a. Aktiemarknadsnämnden vid upprepade tillfällen uttalat. Bland fördelarna med självreglering märks att de som berörs av reglerna direkt kan involveras i tillskapandet, vilket i sin tur skapar incitament till efterlevnad av reglerna. Det är en mer flexibel process att revidera och komplettera reglerna vilket innebär att de snabbare avspeglar skiftningar i värderingar.

---

<sup>30</sup> Jansson, P O. Regelbildning på värdepappersmarknaden, sid. 48 f.

<sup>31</sup> Bernitz, U. Näringslivets normer i Finna rätt – juristens källmaterial och arbetsmetoder, s. 150.

<sup>32</sup> SOU 1989:72

<sup>33</sup> Jansson P O. Regelbildning på värdepappersmarknaden, sid. 27



## 2.3 Organisationer

På den svenska marknaden har aktörer som Näringslivets Börskommitté (NBK) och Aktiemarknadsnämnden (AMN) verkat för att skapa och tolka stora delar av den självreglering som gällt och gäller för svenska aktiemarknadsbolag.

### 2.3.1 Näringslivets börskommitté

Exempel på självreglering är de regler som togs fram av Näringslivets Börskommitté (NBK).<sup>34</sup> NBK bildades 1968 av Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund och har till uppgift att verka för en god sed på aktiemarknaden genom att ge ut regler för hur aktörerna på aktiemarknaden bör agera. De flesta av dessa regler utgjorde tidigare delar av Stockholmsbörsens noteringsavtal och efterlevnaden kontrollerades således av börsen och dess disciplinnämnd. Vad gäller de regler som inte utgjort noteringsavtal har efterlevnaden av dessa varit väldigt god på den svenska aktiemarknaden. Av dessa regelverk som behandlar bl.a. flaggning<sup>35</sup>, information om ledande befattningshavares förmåner samt prospekt är det idag bara flaggningsreglerna som fortfarande utgör en del av börsens noteringsavtal eftersom övriga regler ersatts med lagregler som implementerar direktiv från EU. Det regelverk som gällde information inför val av styrelse upphörde gälla i samband med att koden för bolagsstyrning trädde i kraft då denna innehåller regler i samma fråga.

### 2.3.2 Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämnden bildades 1986 efter förebild av brittiska Take Over Panel on Take-Overs and Mergers och verkar genom uttalanden, rådgivning och information för god sed på den svenska aktiemarknaden. Huvudman för AMN är Föreningen God Sed på Värdepappersmarknaden, vars medlemmar utgörs av föreningar och organisationer som representerar olika delar av kapitalmarknaden.<sup>36</sup> AMN har sedan 2006 en tudelad uppgift genom att på delegation från Finansinspektionen (FI) verka som beslutsorgan i vissa frågor

---

<sup>34</sup> [www.naringslivetsborskommitte.se](http://www.naringslivetsborskommitte.se)

<sup>35</sup> Offentliggörande vid förvärv och överlåtelser av aktier m.m.

<sup>36</sup> [www.aktiemarknadsnamnden.se](http://www.aktiemarknadsnamnden.se)

som rör budplikt och offentliga uppköpserbudanden enligt lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden. Uttalanden från Aktiemarknadsnämnden, utom i de delar som sker på delegation från FI, görs på eget initiativ eller, vanligare, efter framställning av bl.a. aktieägare, börs, noterade bolag eller myndighet. Det är alltså frågan om prejudikatverksamhet där verkligheten skapar exemplen.<sup>37</sup> Vad gäller de av AMN:s uttalanden som inte faller under bemyndigandet från FI finns ingen egentlig sanktion mot ett bolag som inte rättar sig efter ett uttalande, men uttalandens följs i praktiken nästan alltid eftersom de flesta bolag har ett egenintresse av att tillämpa god sed på aktiemarknaden. AMN skriver i sitt uttalande 2006:31 att den anser sig ha behörighet att uttala sig om tillämpningen av reglerna i den svenska koden för bolagsstyrning i enskilda fall på grundval av sitt allmänna uppdrag att uttala sig om god sed på aktiemarknaden.

### 2.3.3 Andra aktörer

Även Stockholmsbörsen har svarat för en stor del av den svenska självregleringen. Här är spelreglerna lite annorlunda särskilt i de fall regleringen utgör en del av inregistreringskontraktet. Ett brott mot inregistreringskontraktet ger börsens disciplinnämnd möjlighet att på avtalsmässig grund fatta beslut om disciplinära åtgärder mot det aktuella bolaget. Sådana åtgärder kan omfatta såväl avstängning som vitespåföljd eller varning.

Det finns utöver ovan nämnda organ ett stort antal intressenter och sammanslutningar på bl.a. värdepappersmarknaden som ägnar sig åt att skapa och tillämpa olika typer av självreglering.<sup>38</sup>

## 2.4 Varför koder?

Är koder av typen av det slag som t.ex. den svenska koden för bolagsstyrning utgör ett exempel på självreglering? Vissa hävdar att det inte är så eftersom många koder är knutna till eller sammanfaller med börsreglering, vilket skulle kunna möjliggöra andra sanktioner än ”bara” marknadens reaktioner. Man kan också hävda att regelverk som tillkommit på initiativ

---

<sup>37</sup> Jansson, P. O. Regelbildning på värdepappersmarknaden, sid. 48

<sup>38</sup> Se t.ex. Börs & Värdepapper utgiven av FAR eller Värdepappersmarknadens regelsystem av Pontus Kågerman

av eller i samarbete med representanter för det allmänna inte heller är renodlad självreglering. Den brittiska kapitalmarknaden styrs till stora delar genom ”self regulation”. Mycket av det som innefattas i det begreppet innebär i Storbritannien att den utfärdas av särskilda av staten godkända eller initierade organisationer vars reglering omgärdas av särskilda krav och som sedan kontrolleras av en tillsynsmyndighet. Det vi, i Sverige, åtminstone tidigare definierat som självreglering, nämligen sådan reglering som ombesörjs av privata organ på eller i närheten av marknaden förekommer också men inte i lika hög utsträckning.<sup>39</sup> *Pär-Arne Jigenius* skrev i en debattartikel i samband med kodens tillskapande om den typ av reglering som koden utgör att ”regeringen har kompletterat sin verktygslåda för styrning av samhället genom att skapa ett för Sverige nytt instrument: statsstyrd självsanering.” Han skriver vidare att regleringstypen inom vissa EU-länder benämns ”co-regulation”(samreglering) eftersom den är en syntes av de klassiska formerna för styrning, ”regulation” (lagar) och self-regulation (frivillig självreglering). Denna ”co-regulation” innebär att staten tar initiativ till och deltar i utformningen av ett regelverk som den sedan överlåter åt marknadsaktörerna att tillämpa och kontrollera efterlevnaden av.<sup>40</sup> Detta skiljer sig från det brittiska systemet såtillvida att det i många länder, däribland Sverige, inte utsetts någon tillsynsmyndighet.

Koder på corporate governance-området gäller till övervägande del för aktiemarknadsbolag eftersom det är mer motiverat att ställa högre krav på bolag som vänder sig en allmänhet för kapitalanskaffning än på övriga aktiebolag. Sådana, högre, krav ställs ofta även i en aktiebolagslag. Det är, som jag tidigare berört, vanligt med separata uppsättningar av regler för privata respektive publika aktiebolag, med skärpta eller tillkommande regler för aktiemarknadsbolag. Bestämmelser för aktiemarknadsbolag återfinns även i speciallagar, börsernas regelverk samt en del andra håll. Koder utgör i många fall ett komplement till andra regler för aktiemarknadsbolag. En del koder innehåller regler som fyller ut regelrätta luckor i landets aktiebolagslagar. Storbritannien är ett exempel på detta, eftersom deras aktiebolagslag varit både otidsenlig och bristfällig. Andra koder, som den svenska utgör mer ett slags övre ”ambitionslager” på aktiebolagslagens regler.

Frågan är hur bruket av koder har kunnat sprida sig på det sätt de faktiskt gjort. Bruket att ta initiativ till självreglering i form av koder kommer från Storbritannien, där det finns en stark tradition och vana vid denna typ av reglering. Sverige och i synnerhet de nordiska länderna

---

<sup>39</sup> Jansson P O. Regelbildning på värdepappersmarknaden, sid. 46 f.

<sup>40</sup> Jigenius, P-A. SvD, Brännpunkt 2004-11-29

skiljer sig från Storbritannien genom att det finns ett stort inslag av maktutövande från aktieägarna beroende på ägarstrukturen. I Sverige är kapitalmarknaden än så länge präglad av stora dominanta aktieägare som kontrollerar bolagen, enskilda ägare uppnår ofta egen majoritet s.k. kontrolläggande. I Storbritannien finns också starka ägare, men det är institutionella ägare som trots allt kanske uppnår på sin höjd tio procent av makten i bolagen.

Reglerna i koderna kallas en mängd olika saker, principles, guidelines, recommendations etc. vilket ofta hänger ihop med vilken typ av redogörelse för efterlevnad som krävs. Skillnaden gentemot lagstiftning är givetvis att en lag gäller för alla, alltid, medan de flesta koder lämnar utrymme för avvikelser. Det finns fördelar med att inte göra lagar alltför detaljerade bl.a. för att väldigt detaljerade lagar tenderar att snabbt bli obsoleta. I likhet med annan självreglering har bruket av koder också fördelen att kunna ändras ganska snabbt vid behov. Det finns ingen tröghet inbyggd i systemet som vid lagstiftning. Lagstiftningsprocessen kan ofta inte svara upp till marknadens krav på snabbhet och flexibilitet. Dessutom är kapitalmarknaden ett område präglad av att ta egna initiativ för att bevara sin autonomitet, och det finns ofta ett direkt ointresse av att statsmakten sätter standarden. Ur den synvinkeln kan man hävda att bruket av koder är en gyllene medelväg.

## 3 Ursprunget till Corporate Governance-koder

### 3.1 Corporate Governance-kodernas uppkomst

Koder på corporate governance-området har sitt ursprung i Storbritannien. Den första koden tillkom som en reaktion på ett antal företagsskandaler. Den utlösande händelsen var de grava misstag i redovisnings- och kontrollsystem som ledde till att Polly Peck plc kollapsade 1990. Oegentligheter ledde senare till att Bank of Credit and Commerce International gick omkull 1992. Maxwell-skandalen som uppdagades efter Robert Maxwells bortgång 1991, orsakades av omfattande felaktigheter i styrningen av bolaget och medförde att dagstidningen the Daily Mirror nästan gick i konkurs och att de anställdas pensionsfond plundrades.

Efteråt konstaterades att två samverkande faktorer gjort detta möjligt. Det var dels en dominant styrelseordförande som samtidigt var verkställande direktör, dels en passiv och medgörlig styrelse. Det handlade med andra ord om problem som är symptomatiska för en situation med separation av ägande och kontroll över företag – kort sagt klassiska principal agent-problem.

Sammantaget ledde händelserna till en intern oro för den Londonbaserade kapitalmarknadens rykte. Dessutom medförde skandalernas omfattning och det hårda ekonomiska klimatet i Storbritannien i början av 1990-talet, att allmänhet och politiker fick upp ögonen för problemen på marknaden och bristerna i bolagens finansiella rapportering. Från internationellt håll, i synnerhet från USA, höjdes röster för att det i England måste vidtas åtgärder för att amerikanskt riskkapital skulle investeras på den brittiska kapitalmarknaden.

Thatcher-regeringen hade reagerat på tidigare företagsskandaler genom att lagstifta och faktum är att hela Companies Act, med början från 1855 är en lagstiftningsprodukt som hela tiden speglar reaktioner på missbruk från marknadsaktörerna. Men det fanns dock, och finns fortfarande, en motvilja i Storbritannien mot att lagreglera just området som rör inblandning i

de institutionella och strukturella sidorna av bolagsstyrning.<sup>41</sup> Det finns till exempel ingen lagstadgad avgränsning mellan aktieägarnas och styrelsens funktioner, detta regleras genom avtal. Styrelsen funktioner regleras mycket knappt genom lag, styrelsen nämns knappt i den brittiska aktiebolagslagen. Ansvar och skyldigheter för styrelseledamöter och bolagsledning och begränsningar av ägarmakten avgörs och definieras i hög grad av domstol (common law/case law).<sup>42</sup> Storbritannien har dessutom av tradition i hög grad använt sig av koder för att reglera av kapitalmarknaden. Exempel på detta är bland många andra The City Code of Take Overs and Mergers.

### **3.1.1 Cadbury-kommittén**

I ljuset av detta tog bl.a. London Stock Exchange, Financial Reporting Council och den brittiska revisorsbranschen, med starkt stöd av den brittiska regeringen, initiativet till att sätta upp en kommitté som fick i uppdrag att utforma ett förslag till hur bolagsstyrningen i Storbritannien kunde förbättras.<sup>43</sup> (Vissa hävdar att stödet från regeringen istället skall läsas som hot om lagreglering.) Kommittén med namnet ”The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance” under ledning av Sir Adrian Cadbury, tidigare styrelseordförande i Cadbury Schweppes plc, presenterade den 1 december 1992 en rapport som kommit att kallas Cadbury-rapporten.

### **3.1.2 Rapporten**

Målgruppen var i första hand de noterade bolagen, men kommittén förordade att så många bolag som möjligt skulle ha som mål att uppfylla kodens krav.<sup>44</sup> I de förutsättningar som kommittén presenterade sägs det bl.a. denna typ av reglering, som bygger på frivillighet parad med ett krav på öppenhet, kommer visa sig vara mer effektiv än en lag. Den är ämnad att

---

<sup>41</sup> Vissa, mindre, förändringar på området kommer att göras i och med Companies Act 2006 träder i kraft, vilket i huvudsak kommer att ske i oktober 2008. Förändringarna gäller främst styrelseledamöter som nu kommer få en lagfäst plikt att handla för bolagets bästa samt vissa utökade möjligheter för aktieägare att stämma styrelseledamöter. Den nya lagen kommer även att göra det lättare för indirekta aktieägare att utöva sina rättigheter.

<sup>42</sup> Rickford, J. Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors? Hopt och Wymeersch, Capital Markets and Company Law, s. 465 f.

<sup>43</sup> Erhvervs-og selskabsstyrelsen, International udvikling – En deskriptiv analyse af udvalgte Corporate Governance-initiativer.

<sup>44</sup> Report of the committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, p. 3.1, s. 16.

etablera en ”best practice”, att uppmuntra aktieägarna till att sätta press på bolagen att så snabbt som möjligt börja tillämpa den samt att utformningen också möjliggör en flexibel tillämpning. Cadbury-kommittén säger också att om de berörda bolagen inte stödjer rekommendationerna kommer det att leda till lagstiftning av området, något som kommer att leda till en minimireglering som bolagen kommer att följa istället för att ledas av ändamålet med rekommendationerna.<sup>45</sup> De områden som kommittén främst fokuserar på är styrelsens kontroll- och rapporteringsfunktioner samt revisorernas roll.<sup>46</sup> Kommittén tillägger dock att förslagen också är inriktade på att bidra till utvecklingen av god corporate governance i stort.

Rapporten behandlar ett stort antal styrelsefrågor, revisorernas roll och aktieägarrelaterade intresseområden.

### 3.1.3 The Code of Best practice

Cadbury-kommittén koncentrerade sig alltså främst på de finansiella aspekterna av bolagsstyrningen. Den egentliga koden utgörs av 19 principer, ”essensen” av det Cadbury-kommittén behandlat, uppdelade i fyra avsnitt i ”hjärtat” av rapporten.<sup>47</sup> “The Code of Best Practice” innehåller regler för:

1. *The Board of Directors*. Styrelsen skall följa vissa fastslagna arbetsrutiner, ha en klarlagd ledningsfunktion med tydlig ansvarsfördelning. Kommittén fastslår att en individ inte skall ha oinskränkt makt att fatta beslut. Om samma person är både styrelseordförande och VD, måste det finnas en stark och oberoende motvikt till denne. Det skall också finnas ett visst antal non-executive directors (NED) med en viss kompetens i styrelsen.<sup>48</sup>

2. *Non-Executive Directors*. En majoritet av styrelsen skall bestå av ledamöter som är oberoende av bolagsledningen och inte heller har några affärsintressen eller andra relationer (undantaget eget arvode eller aktieäggande) som kan påverka deras funktion som oberoende ledamöter. En NED är inte anställd i bolaget eller engagerad i ledningen av bolagets löpande förvaltning, och har en särskilt granskande och strategisk position.

---

<sup>45</sup> A.a. p.1.10, s.12

<sup>46</sup> A.a. p.1.2, s.11.

<sup>47</sup> A.a. The Code of Best Practice, p.1.1 – 4.6, s. 58-59.

<sup>48</sup> A.a. p. 1.1-1.6, s. 58.

Här regleras också hur dessa ledamöter skall utses, mandatperiod och principer för arvodering.<sup>49</sup>

3. *Executive Directors*. Mandattiden för en executive director skall inte, utan aktieägarnas godkännande överskrida tre år.<sup>50</sup> Löner, arvoden, pensioner och andra löneförmåner skall redovisas tydligt och fullt ut (dock bara på individnivå för styrelseordförande och högst betalda styrelseledamot). En tydlig uppdelning skall göras mellan fast lön och tantiem.<sup>51</sup> Arvoderingen skall behandlas av en arvoderingskommitté bestående helt eller huvudsakligen av non-executive directors, och beslutas efter rekommendationer av denna.<sup>52</sup>

4. *Reporting and Controls*. Det är styrelsens ansvar att presentera en balanserad och begriplig utvärdering av bolagets ställning, genom bl.a. ekonomiska rapporter.<sup>53</sup> Styrelsen skall upprätthålla en objektiv och professionell relation med revisorerna och i detta sammanhang etablera en revisionskommitté bestående av minst tre non-executive directors.<sup>54</sup> Styrelseledamöterna skall avge en ansvarförklaring för räkenskaperna i anslutning till revisorernas ansvarförklaring för den ekonomiska rapporteringen. Styrelsen är skyldig att tillse att bolaget hade en effektiv internkontroll. Styrelseledamöterna skall också lämna en rapport om effektiviteten av bolagets system för intern kontroll och att bolaget är en ”going concern”.<sup>55</sup>

Kommittén rekommenderade att de listade bolagen i sin årsredovisning skulle upplysa om huruvida de följer kodens regler, och i de fall de inte gjorde förklara varför, ”comply or explain”. Dessa upplysningar skulle också, i de delar reglerna medgav att de objektivt kunde verifieras, granskas av en revisor före offentliggörandet.<sup>56</sup>

Londonbörsen införde ganska omgående i sina listningsregler(Listing Rules), krav på att noterade bolag, i en rapport i sin årsredovisning, skulle redogöra för hur koden tillämpades baserat på comply or explain-principen, och att denna skulle vara revisorsgranskad.<sup>57</sup>

---

<sup>49</sup> A.a. p. 2.1-2.4, s. 58-59.

<sup>50</sup> A.a. p. 3.1, s. 59.

<sup>51</sup> A.a. p. 3.2, s. 59

<sup>52</sup> A.a. p. 3.3, s. 59

<sup>53</sup> A.a. p. 4.1 s. 59

<sup>54</sup> A.a. p. 4.2-4.3, s. 59.

<sup>55</sup> A.a. p. 4.4-4.6, s. 59.

<sup>56</sup> A.a. p. 3.7, 3.9, s. 17, footnote s. 60.

<sup>57</sup> Rickford, J. A.a.s. 467.



## 3.2 Kodens liv efter Cadbury

Koden har sedan sin tillkomst varit föremål för återkommande kompletteringar och revideringar. I avsnittet redogörs kortfattat för de mest ingripande.

### 3.2.1 "Fat Cats"<sup>58</sup>

Som en reaktion på en serie avslöjanden om uppseendeväckande stora ersättningar till ledande befattningshavare, främst i statliga bolag som privatiserats, kompletterades år 1995 Cadbury-koden av vissa regler gällande arvodering av styrelsen utarbetade av Greenbury-kommittén.<sup>59</sup> Motiven var denna gång mer politiska eftersom det handlade om att försvara den privatiseringspolitik som Thatcher-regeringen hårdlanserat i början av 1980-talet

Det Greenbury-kommittén gjorde var främst att utveckla Cadbury-kodens rekommendationer om ersättning till ledande befattningshavare, arvoderingsutskott, öppenhet om arvoden och pensioner samt aktieägarnas rätt till inflytande över styrelsearvoden.

### 3.2.2 Utvärdering

Såväl Cadbury- som Greenbury-rapporten tillkom som en reaktion på agerande inom bolagen som inte marknaden kunde tolerera. Båda rapporterna förespråkade en utveckling av reglerna och efterfrågade hur dessa skulle omsättas i praktiken, hur efterlevnaden skulle tillförsäkras. Resultatet blev en bearbetning av de tidigare rekommendationerna genom tillsättandet av Hempel-kommittén 1995.

Det Hempel-kommittén gjorde var snarast en revidering och en utvärdering av implementeringen av de bägge tidigare koderna, ingen egentlig ändring i materiellt hänseende. I rapporten diskuterades också den kontroversiella frågan huruvida och i vilken utsträckning ett bolag ska ta hänsyn till stakeholder-intressen. Rapporten konstaterade "the directors as a board are responsible for relations with stakeholders, but they are *accountable*

---

<sup>58</sup> Rickford, J. A.a.s.467.

<sup>59</sup> "Directors remuneration: Report of a studygroup chaired by sir Richard Greenbury".

to the shareholders (min kursivering). Men rapporten slog även fast att "directors can meet their legal duties to shareholders, and can pursue the objective of long-term shareholder value successfully, only by developing and sustaining these stakeholder relationship."<sup>60</sup> Liksom sina företrädare tryckte Hempel-rapporten på vikten av aktiva, institutionella investerare som utövar sin rösträtt, dvs. "voice" före "exit". I rapporten riktas också en uppmaning till bolagens styrelse att agera utefter genomtänkta överväganden i enlighet med kodens påbud, och på så sätt undviker rutinmässig "boxticking".<sup>61</sup>

### 3.3 The Combined Code on Corporate Governance

Efter en omfattande remissrunda kom sedan dessa tre rapporter att ligga till grund för det som Londonbörsen sammanställde till "The Combined Code", en bolagsstyrningskod av självregleringstyp som bygger på comply or explain-modellen. Koden i sig består av två sektioner, en med bolagen som adressat, och en som riktar sig mot institutionella investerare. Denna kombinerade kod blev en del av London Stock Exchanges listningsregler 1998. Redan 1999 kompletterades The Combined Code med en vägledning riktad till styrelseledamöterna om tillvägagångssättet för att skapa ett system för sund internkontroll, "The Turnbull Guidance", som också blivit godkänd av amerikanska SEC som en mall för att uppfylla kraven i Sarbanes-Oxley Act om internkontroll-rapportering.<sup>62</sup>

#### 3.3.1 Eftertanke

Efter Enron- och World Com-skandalerna uppdaterades The Combined Code 2003.<sup>63</sup> Genom Higgs-rapporten tillfördes ytterligare rekommendationer om non-executive directors och regleringen av revisionsutskott (audit committees) skärptes genom Smith-rapporten.<sup>64</sup> I samband med att den nya koden introducerades tillkännagav den brittiska regeringen att det nu var Financial Reporting Council (FRC) som var ansvarig för The Combined Code och

---

<sup>60</sup> Den brittiska inställningen är dock fortfarande att stakeholder-intressen aldrig kan gå ut över skyldigheterna gentemot aktieägarna. Se t.ex. J. Rickford, Fundamentals, Developments and Trends in British Company Law, EFCR 4/2004 s.15 f.

<sup>61</sup> Combined Code 2003 Part D.2.1, sammanfattning ur Christine A. Mallin, Corporate Governance s. 22.

<sup>62</sup> [www.frc.org.uk/corporate/internalcontrol.cfm](http://www.frc.org.uk/corporate/internalcontrol.cfm).

<sup>63</sup> [www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr\\_comcode2003.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf).

<sup>64</sup> [www.dti.gov.uk/files/file23012.pdf](http://www.dti.gov.uk/files/file23012.pdf), [www.frc.org.uk/corporate/combinedcode.cfm](http://www.frc.org.uk/corporate/combinedcode.cfm).

vidareutvecklingen av den. FRC ansvarar också för tolkning och klargörande av kodens principer och regler. FRC är ett ”semioffentligt” organ sammansatt av i huvudsak privata intressenter men vars existens och uppgifter är sanktionerade genom regeringsbeslut.<sup>65</sup>

Som ett resultat av en undersökning om implementeringen av koden som FCR utförde 2005 reviderades koden. Den nu gällande koden, The Combined Code 2006 som träder i kraft från redovisningsår som börjar efter 20 november 2007 skiljer sig endast marginellt från 2003-års kod.<sup>66</sup> I den nya koden har införts en möjlighet till blankröstning via fullmakt. Det har också införts en rekommendation gällande information på bolagens hemsidor om fullmaktsröstning. Man har också ändrat regeln som tidigare förhindrade att styrelseordföranden kunde vara ledamot i ersättnings-/arvoderingsutskottet.

### 3.3.2 The Combined Code 2006<sup>67</sup>

Den del av koden som listningskraven hänför sig till (Sektion 1) har bolagen som adressat. Avsnitten är uppdelade i huvudprinciper (main principles), tillkommande principer (supporting principles) och detaljerade regler (code provisions). Liksom sina föregångare består den delen av koden av fyra delar:

- A. Styrelseledamöter (Styrelsen, Styrelseordförande och VD Styrelsens sammansättning och oberoende, Styrelseutnämningar, Information och professionell utveckling, Utvärdering , Omval)
- B. Arvodering/Ersättning (Nivåer och överenskommelser, Arvoderingsprinciper )
- C. Räkenskaper och revision (Finansiell rapportering, Intern kontroll, Revisionsutskott och revision)
- D. Relationer med aktieägare: (Dialog med institutionella aktieägare, Konstruktiva bolagsstämmor inklusive regler för fullmaktsröstning)

---

<sup>65</sup> [www.frc.org.uk](http://www.frc.org.uk)

<sup>66</sup> 2003-års kod gäller till och med redovisningsår som slutar före den 31 okt. 2007.

<sup>67</sup> [www.frc.org.uk/corporate/combinedcode.cfm](http://www.frc.org.uk/corporate/combinedcode.cfm).

Del E av koden riktar sig till de institutionella aktieägarna med rekommendationer om dialog, utvärdering och röstning. Denna del har samma uppbyggnad som de ovanstående, men det finns inte någon generell legal- eller avtalsmässig grund att som sanktionerar efterlevnad.

### 3.4 Kontroll och sanktioner

Cadburys ursprungliga kod blev, som ovan sagts, tidigt en del av Londonbörsens listningsregler. Börsen krävde att alla listade bolag i sin årsredovisning, genom en särskild rapport, skulle ange hur koden tillämpades och att denna rapport skulle vara granskad av revisor. Listningsreglerna fungerade kontraktsmässigt som en del av avtalet mellan bolaget och börsen vid tillträde till börsen och utgjorde också en del av de fortlöpande listningskraven. Det var då börsen som bevakade efterlevnaden av hur bolagen väl bolagen följde kodens regler eller förklarade varför de inte gjorde det (comply or explain). Resultatet av att negligera koden eller ge osanna uppgifter kunde då bli en varning från börsen eller i värsta fall avlistning (något som aldrig inträffat.) Sedan FSA (Financial Services Authority), en myndighet underställd The Treasury, som i den här rollen agerar som UK Listing Authority<sup>68</sup>, tog över ansvaret för Londonbörsens listningsregler har kraven på redogörelse för hur man följer kodens regler skärpts. FSA gör ingen kontroll av eventuella förklarings kvaliteten, det är marknadsuppdraget. Men i det fall ett bolag avviker från listningsreglerna kan FSA utdöma kännbara sanktioner i form av t.ex. böter.<sup>69</sup>

Av listningsreglerna framgår att det i årsredovisningen för alla listade bolag (huvudsakligen Main Market) hemmahörande<sup>70</sup> i Storbritannien skall finnas:<sup>71</sup>

- Ett beskrivande uttalande från styrelsen om hur man tillämpat kodens principer, både de huvudsakliga och tillkommande, på ett sätt som gör det lätt för aktieägarna att utvärdera tillämpningen.

---

<sup>68</sup> Se The Financial Services and Markets Act 2000, Part VI. FSA gör ”stickprovskontroller” av årsredovisningar.

<sup>69</sup> Rickford, J. Fundamentals, Developments and Trends in British Company Law, EFCR 4/2004, s. 23 not 94 samt The Financial Services and Markets Act 2000, Part VI.

<sup>70</sup> Storbritannien tillämpar domicil- eller inkorporationsprincipen vilket innebär att ett bolag anses vara hemmahörande i det land där det är bildat och registrerat. I Kontinentaleuropa är sätesprincipen vanlig, bolaget anses hemmahörande i det land där styrelsen har sitt säte.

<sup>71</sup> FSA Listing Rules 9.8.6(5), (6), (7), 9.8.10(2).

- En redogörelse för om man följt kodens mer detaljerade regler (i Sektion A) och i de fall man inte gjort det specificera vilka regler det rör sig, i förekommande fall vilken tidsperiod det rör sig om samt förklara varför man inte följt dem (comply or explain).
- En rapport till aktieägarna om bolagets policy gällande ersättningar till styrelseledamöter och dessutom en detaljerad redogörelse för alla former av ersättningar redovisade person för person

Det krävs också att bolaget innan utgivningen av årsredovisningen ansvarar för en utvärdering i en revisorsrapport som intygar att koden följts i specificerade objektiva verifierbara delar (bestämmelserna om finansiell rapportering, intern kontroll, revisionsutskott och revision). Samma krav ställs på redogörelsen för ersättningar till styrelseledamöterna.

Det kan noteras att det beskrivande uttalandet i första punkten inte är reglerat enligt comply or explain-modellen, utan är en bekräftelse på att bolaget tillämpar principerna och hur man gör det vilket alltså innebär att det inte finns någon möjlighet att förklara att man inte tillämpar någon av dem vilket i praktiken gör dessa regler obligatoriska och starkt normerande för bolagen.<sup>72</sup>

### **3.5 Problem, trots aktivitet och revidering**

The Combined Code har kritiserats för att den genom åren blivit allt mer detaljerad. De förändringar och den utökning som Higgs-kommittén föreslog fick börsbolagen att gå i taket och FRC blev tvungna att skära kraftigt i bestämmelserna. Ändå kvarstår en del av kritiken då de tillämpande bolagen anser att detaljregleringen leder till slentrianmässigt "box-ticking" istället för höjd kvalitet på bolagsstyrningen och att den ökade detaljregleringen medför proportionerligt (eller snarare oproportionerligt) ökade kostnader.

Trots allt arbete som lagts ned i form av revideringar av koden i Storbritannien har problemet med redovisning av de ledande befattningshavarnas ersättningar visat sig svårlöst. Ett syfte

---

<sup>72</sup> J. Rickford vid seminariet New European Company Law and Corporate Governance, The UK and the new Member States, vid British Institute of International and Comparative Law 18 mars 2005.

med att kräva fullständig och detaljerad insyn var ju att kontrollera ökningarna och kanske i någon mån hålla dessa på, i allmänhetens ögon, mer anständiga nivåer. En förklaring till problemen har varit att den ökade öppenheten som blev resultatet av Greenburys rapport istället ledde till ökade ersättningar, åtminstone i bolag som tidigare varit mindre generösa. Befattningshavarna fick alltså på detta sätt svart på vitt på vad som var "going rate". Ytterligare en förklaring är att ledarna för investeringsfonderna själva hade så höga ersättningar att det blev svårt för dem att på bolagsstämmorna genom sina kontrollrättigheter kritisera ersättningarna i de bolag de investerat i.<sup>73</sup> Man skall som bekant inte kasta pil i gummibåt... En hel del av regleringen kring arvoderingen är numera lagreglerad.

---

<sup>73</sup> Rickford, J. Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors? Hopt och Wymeersch, *Capital Markets and Company Law*, s.468 f.

# 4 EU:s roll

## 4.1 Harmonisering

En grundläggande tanke i den europeiska gemenskapen är att de fyra produktionsfaktorerna - arbete, kapital varor och tjänster - skall kunna röra sig fritt över ländergränserna. En sådan rörlighet kräver dels att nationalitetsdiskriminerande bestämmelser i medlemsländernas lagar, förordningar och andra regelverk undanröjs, dels att reglerna på olika områden harmoniseras. Detta gäller även på bolagsrättens område.<sup>74</sup> EU-kommissionen (dåvarande EG-kommissionen, hädanefter kallad Kommissionen) inledde redan på 1960-talet arbetet med att harmonisera bolagsrätten även på corporate governance-området.

Förslaget till EG:s femte harmoniseringsdirektiv på bolagsrättens område som Kommissionen lade fram 1972 innehöll regler om bolagsstämma, bolagets ledning och revision.

Medlemsländerna – särskilt Storbritannien och Tyskland – var emellertid djupt oeniga på flera punkter och arbetet avstannade med direktivet. Först i och med de stora företagsskandalerna som inträffade i USA och Europa i början av 2000-talet blev intresset för bolagsstyrningsfrågor i medlemsländerna tillräckligt stort för att återuppta arbetet. Inte minst från politiskt håll fanns ett tryck på Kommissionen att ingripa för att återställa förtroendet för näringslivet.<sup>75</sup>

## 4.2 Kommissionens arbete

### 4.2.1 Handlingsplanen

År 2001 tillsatte Kommissionen en expertgrupp, the High Level Group of Company Law Experts (Winter-gruppen) med uppdraget att dels lägga fram ett förslag till ett nytt Take over direktiv, dels att samt att definiera vilka områden inom bolagsrätten som behövde utvecklas

---

<sup>74</sup> Skog, R. Corporate Governance – vad gör EU? Kollegiet för bolagsstyrning, Årsrapport 2006, s. 42.

<sup>75</sup> Skog, R. a st.

för framtiden. Efter Enron-skandalen utökades Winter-gruppens uppdrag till att omfatta även bolagsstyrnings- och revisionsfrågor.

I november 2002 avrapporterade gruppen sitt arbete i rapporten "A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe". I rapporten finns bl.a. ett antal rekommendationer som syftar till att stärka corporate governance-kulturen i europeiska aktiebolag. Baserad på expertgruppens rekommendationer utformade Kommissionen en handlingsplan, "The Action Plan on Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – a Plan to Move Forward". Planen presenterades i maj 2003.<sup>76</sup>

Handlingsplanen innehåller förslag till hur den juridiska plattformen kan stärkas i syfte att skapa konkurrenskraftiga och effektiva verksamheter i EU. Ett av de viktigaste verktygen i sammanhanget är, säger Kommissionen, att stärka aktieägardemokratien och därmed aktieägarnas roll. Ett övervägande i planen är att, både nationellt och på EU-nivå, använda sig av icke-bindande rekommendationer och koder. Enligt en förberedande utredning om corporate governance-koder i medlemsstaterna som EU-kommissionen lät utföra år 2000 finns det stora likheter mellan de olika koderna. Utredningen kom till slutsatsen att det därför inte fanns något behov att utforma en kod på EU-nivå.<sup>77</sup> Kommissionen föreslog inte heller att en europeisk kod för alla medlemsstater skulle arbetas fram. Däremot konstaterades det att EU bör reglera vissa områden och ha en koordinerande roll vid medlemsstaternas utveckling av sina nationella koder.<sup>78</sup>

Kommissionen ville också ha frågan om det faktum att koderna skiljer sig åt mellan länderna och att det finns olika krav på efterlevnad innebar strider mot den inre marknadens regler om fri rörlighet och etableringsrätt besvarad.

Utredningen kom fram till att de befintliga koderna inte heller utgjorde handelshinder mellan medlemsstaterna.<sup>79</sup>

---

<sup>76</sup> KOM 2003:284 slutlig.

<sup>77</sup> Weil, Gotshal & Manges LLP "Comparative study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Memberstates", 2002.

<sup>78</sup> Rapport om selskabsledning i Danmark – Fondbörsens komité för god selskabsledning, s 13.

<sup>79</sup> Weil, Gotshal & Manges LLP "Comparative study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Memberstates", s 18 f.



## 4.2.2 Strategin

Kommissionen förutsätter att varje medlemsstat har en bolagsstyrningskod, som vilar på comply or explain-modellen. Kommissionens avsikt är att skapa ett ramverk för en dynamisk och flexibel utveckling av bolagsstyrning inom unionen. Detta ramverk skall bygga på en blandning av såväl bindande åtgärder (förordningar/direktiv) som icke-bindande åtgärder (rekommendationer). Syftet med att i hög grad använda sig av rekommendationer är att varje medlemsstat skall kunna ta hänsyn till sina nationella bolagsstyrningstraditioner och bolagsstyrningsregler.<sup>80</sup> Kommissionen har bidragit ytterligare till konvergensprocessen på området genom två rekommendationer, dels en rörande oberoende styrelseledamöter<sup>81</sup>, dels en rörande ersättningar till ledande befattningshavare<sup>82</sup>, båda avser noterade bolag.<sup>83</sup>

Handlingsplanen genomgår nu en revidering, vad gäller delarna som berör corporate governance har kommissionen lagt tyngdpunkten på röstvärdesskillnader, aktieägares rättigheter samt de institutionella investerarnas information kring vilka principer de använder för röstning av de aktier de innehar.<sup>84</sup>

## 4.3 Den fortsatta utvecklingen inom EU

Kommissionen har bl.a. genom sin Handlingsplan visat att den lägger stor vikt vid utvecklingen av bolags- och börsrätten inom EU och inte minst bolagsstyrningsfrågor.

### 4.3.1 Direktivet om aktieägares rättigheter<sup>85</sup>

Direktivet som också det emanerar ur 2003-års Handlingsplan syftar till att stärka aktieägares rättigheter i noterade bolag. Direktivet innehåller regler om bl.a. kallelse till bolagsstämma, rätten att ställa frågor på stämman, fullmaktsröstning, samt röstning på distans. Direktivet har varit föremål för två konsultationsrundor och antogs i början av 2007. Det kommer sannolikt

---

<sup>80</sup> MEMO/04/231.

<sup>81</sup> 2005/162/EG.

<sup>82</sup> 2004/913/EG.

<sup>83</sup> Skog, R. Harmoniseringen av bolagsrätten inom EU – fortfarande vind i seglen? NTS 1/2007.

<sup>84</sup> Skog, R. A.a.s. 44.

<sup>85</sup> KOM (2005) 685.

att publiceras under andra halvåret 2007 måste vara genomfört i medlemsländerna inom 24 månader från publiceringen.<sup>86</sup>

#### 4.3.2 Fjärde, sjunde och åttonde bolagsdirektiven

Genom ändringar i de fjärde och sjunde bolagsdirektiven (de s.k. årsredovisnings- respektive koncernredovisningsdirektivet) kommer det att ställas krav på att medlemsländerna skall lagreglera de större aktiemarknadsbolagens skyldighet att i förvaltningsberättelsen eller i en bilaga till denna ta in en bolagsstyrningsrapport ("årsberättelse om företagsstyrning") i vilken bolagen skall redogöra bl.a. för vilken kod för bolagsstyrning som man tillämpar, eventuella avvikelser från koden med motivering därtill, en beskrivning av internkontroll och riskhantering, vissa uppgifter enl. Takeover-direktivet, vissa uppgifter om bolagsstämma och aktieägarrättigheter (om nationell lag tiger) samt en beskrivning av bolagsorganens och deras kommittéers sammansättning och funktion. Eftersom en förvaltningsberättelse skall vara revisorgranskad föreskrivs det också att om bolagsstyrningsrapporten är bifogad till förvaltningsberättelsen skall beskrivningen av riskhantering och internkontroll samt vissa uppgifter enligt Takeover-direktivet vara revisorsgranskade. Vad gäller övriga information skall revisor tillse att bolagsstyrningsrapporten blivit upprättad.<sup>87</sup>

Ett direktiv, inofficiellt kallat det åttonde bolagsdirektivet eller "Euro-SOX", behandlar förutom extern revision även bestämmelser om hur företag skall övervaka och säkra den interna kontrollen.<sup>88</sup> Till skillnad från den svenska koden omfattar direktivet företag som anses vara av allmänt intresse vilket innebär samtliga företag som är noterade på en reglerad marknadsplats (även de med ett marknadsvärde understigande tre miljarder kronor), kreditinstitut och försäkringsföretag. Direktivet innebär bl.a. att revisionskommitténs roll och uppgifter ytterligare förtydligas samt bekräftar att ansvaret för bolagets interna kontroll åvilar styrelsen.<sup>89</sup> Bestämmelserna skall vara genomfört i respektive medlemsstats lagstiftning senast den 29 juni 2008.

---

<sup>86</sup> Skog, R. Harmoniseringen av bolagsrätten inom EU – fortfarande vind i seglen? NTS 1/2007.

<sup>87</sup> 2006/46/EG art. 46a.

<sup>88</sup> Ersätter det gamla åttonde bolagsdir.

<sup>89</sup> 2006/43/EG.

### 4.3.3 European Corporate Governance Forum

Kommissionen har tagit ytterligare steg i arbetet på corporate governance-området genom tillskapandet av The European Corporate Governance Forum (ECGF). ECGF är en expertpanel bestående av 15 personer med gedigen erfarenhet på området. Panelen har bl.a. till uppgift att rapportera till Kommissionen om aktuella frågor inom corporate governance-området, både inom och utom unionen, och att verka för att minska skillnaderna mellan medlemsstaternas koder.<sup>90</sup> ECGF som startade sitt arbete i januari 2005 har behandlat frågor om bl.a. internkontroll och riskstyrning, röstvärdesskillnader, comply or explain-begreppet samt inte minst direktivet om aktieägares rättigheter.

### 4.4 Reflektion

Kommissionens utgångspunkt är att koderna skall utvecklas nationellt, i ljuset av respektive lands regelverk. Dock finns det ett behov av att tydligt definiera vad comply or explain innebär och att dessutom göra begreppet mer ”harmoniserat”, där syftet bl.a. kan ses mot bakgrund av kravet på fri rörlighet. Man kan ställa sig frågan om det ändå inte, per automatik, skulle bli så eftersom kapitalmarknaderna blir mer och mer internationaliserade och att inslaget av institutionellt ägande tenderar att öka på alla marknader.

---

<sup>90</sup> OJ L321 p.5.

# 5 Comply or explain

## 5.1 Betydelse och innebörd

Begreppet ”comply or explain” som introducerades av Cadbury-kommittén och var nytt i sammanhanget, har varit föremål för mycket diskussion så väl i Sverige som inom EU. Det har betraktats som något av en främmande fågel, svår att artbestämma. Anledningarna är flera. Den mest uppenbara är att begreppet varit okänt i många länder. De största frågetecknen har gällt begreppets innebörd. Mycket av debatten om vad comply or explain egentligen innebär härrör från krav på att exakt kunna ange vad godtagbara förklaringar egentligen är. Detta låter sig inte göras, eftersom det kan variera med vad marknaden vid varje givet tillfälle accepterar. Givetvis kan man se det som både en styrka och en svaghet hos. Styrkan ligger i flexibiliteten och svagheten i bristen på förutsebarhet.

### 5.1.1 Definition

I Sverige har vi valt att översätta begreppet till ”följ eller förklara”, alltså att man följer en regel eller förklarar varför man inte gör det. I den nederländska koden, Tabaksblat Koden, talar man istället om ”apply or explain”, dvs. tillämpa eller förklara. En formulering som verkar gjort ett visst intryck på britterna.<sup>91</sup>

### 5.1.2 Ursprung

Bakgrunden till begreppet finns i Storbritannien med sitt common law-system och sin långa tradition av självreglering, i synnerhet av kapitalmarknaden. Själva systemet bygger på en marknadsmässig bedömning av ett företags iakttagande av soft law-instrumenten. I fallet med comply or explain är det likaledes marknaden och framförallt aktieägarna som granskar och dömer över hur väl bolagsledningen följer regleringen och de eventuella förklaringarnas kvalitet. Storbritannien präglas av ett institutionellt ägande som är relativt spritt, trots det har de institutionella ägarna ”tummen i ögat” på bolagsledningarna. Detta beror på att det trots

---

<sup>91</sup> Tal av Alastair Ross Goobey vid The London Stock Exchange Corporate Governance Conference, 15 mars 2005.

ansträngningar om motsatsen fortfarande är vanligt att dessa aktieägare tenderar att hellre utnyttja "exit" än "voice". Detta skapar givetvis förutsättningar för takeovers. I en sådan situation löper bolagsledningen risken att bytas ut. Storbritannien har också relativt välutvecklade regler för aktieägares rättigheter som ytterligare förstärks av att i stort sett alla bolag tillämpar principen om "en aktie – en röst". Det innebär att en sammanslutning av missnöjda aktieägare kan rösta för, och driva igenom att bolagsledningen byts ut. Ett sådant klimat gör givetvis att bolagsledningen blir mån om att tillämpa kodens regler och redogöra för avvikelser samt bidrar till villigheten att tillmötesgå krav på insyn. Till saken hör också att den brittiska koden relativt omgående blev en del av Londonbörsens obligatoriska regelverk. Just på grund av dessa samverkande förutsättningar har det från engelskt håll uttryckts farhågor om det lämpliga, eller rent av möjliga, i att skapa bolagsstyrningskoder som bygger på comply or explain-modellen världen över. En av de tongivande personerna på corporate governance-området i Storbritannien, Jonathan Rickford,<sup>92</sup> konstaterade vid ett seminarium i London i mars 2005, att det är lika omöjligt att exportera hela Cadbury-konceptet och dess efterföljare, som det är att exportera Cadburys variant av choklad (med bakgrund av EU:s krav på vad som får kallas choklad). Med det menade han att det som är gångbart och fungerande i Storbritannien inte utan vidare kan förväntas fungera i andra länder. Däremot kan man, enligt Rickford, inspireras av Cadbury-koden – använda den som en "chocolate-coating", vid tillskapandet av bolagsstyrningskoder.<sup>93</sup>

## 5.2 Spridningen av principen

Trots detta bygger merparten av världens bolagsstyrningskoder på comply or explain-modellen. Det finns dock skillnader som hänger ihop med graden av frivillighet och krav på redovisning, något som visades i den utredning kring de europeiska koderna som EU Kommissionen företog år 2002.<sup>94</sup> Enkelt uttryckt finns i den ena änden av skalan finns helt frivillig tillämpning och i den andra lagreglerade krav på fullständiga redogörelser, som t.ex. i Tyskland. Den brittiska definitionen ligger ungefär i mitten av skalan. Jämför med t.ex. Sarbanes-Oxley Act (SOX) som istället representerar lagstiftning av typen "explain or else".

---

<sup>92</sup> Director vid The Company Law Centre, British Institute of International and Comparative Law.

<sup>93</sup> Seminariet New European Company Law and Corporate Governance, The UK and the new Member States, vid British Institute of International and Comparative Law 18 mars 2005.

<sup>94</sup> Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States, Holly J. Gregory, Robert T. Simmelkjaer, II, Weil, Gotsham & Manges LLP 2002, s.18 ff.

SOX innehåller också inslag av comply or explain, skillnaden är att det inte är marknaden, utan myndigheter med kraftfulla sanktionsmöjligheter, som dömer över förklaringens kvalitet. Denna typ av reglering har visat sig vara oerhört tids- och kostnadskrävande jämfört med självreglering som ställer krav på explanation, med marknaden som domare. I Storbritannien har man länge pekat på konkurrensaspekten mellan kapitalmarknader och framhållit fördelen med ett flexibelt regleringssystem.

### **5.3 En självständig regleringsmodell?**

Den av EU tillsatta expertgruppen European Corporate Governance Forum (ECGF) har uttalat ett starkt och enhälligt stöd för regleringsformen eftersom den inte bara fungerar för olika bolag i varierande typer av situationer utan också för olika typer av nationella regelverk. ECGF är av uppfattningen att principen, effektivt implementerad, är bättre och mer effektiv än detaljerade reglering. Vidare säger man att erfarenhet från länder som under flera år tillämpat principen visar att den leder till en sammanfällad rörelse mot bättre utövad bolagsstyrning.<sup>95</sup>

ECGF konstaterade att för att principen skall fungera fullt ut krävs det att den understöds av en verklig skyldighet att följa eller förklara en kods regelverk. Denna skyldighet kan uppnås antingen genom bolagsrätlig lagstiftning, myndighetsföreskrifter eller børsregler. Det behövs vidare en hög nivå av gensiktighet (transparency) vilket uppnås genom likvärdig och ändamålsenlig redogörelse för begärd information. Dessutom måste det finnas vägar för aktieägare att ytterst kunna ställa styrelser till svars för beslut om att följa eller förklara och för kvaliteten på deras redogörelser av information.

ECGF understryker att ansvaret för redovisningarna av vilka bolagsstyrningsområden som följs likväl som förklaringar av anledningar till dem som inte följs, åvilar styrelsen/styrelserna och det är aktieägarnas uppgift följa upp och diskutera med den/dem. Av detta följer att den offentliga regleringens roll bör begränsas till att kontrollera att redovisning görs och till reaktioner på uppenbart felaktiga uppgifter. Myndigheterna skall inte försöka döma eller andrahandstolka styrelsens omdöme eller värdet på deras förklaringar. Det är aktieägarnas

---

<sup>95</sup> Statement of the European Corporate Governance Forum on the comply-or-explain principle

uppgift. Av samma anledning skall inte heller bolagens revisorer åläggas att fälla omdömen om styrelsen, däremot kan de, inom ramen för sina plikter, granska vissa faktauppgifter i redogörelserna.

Det är också ECGF:s mening att aktieägarna bör utvärdera och bedöma redogörelsernas kvalitet inom ramen för sin rösträtt på bolagsstämman. Professionella röstningsrådgivare bör främst se till redovisningarnas kvalitet och inte till att de rutinmässigt bara blivit gjorda (s.k. box-ticking). ECGF påminner om att det slutligen är aktieägarna själva som bär ansvaret för beslut fattade på stämman och påpekar att det samtidigt ställer krav på att bolaget lämnar meningsfulla förklaringar till avvikelser.

ECGF påpekar att det krävs särskild uppmärksamhet då bolag kontrolleras av en eller ett fåtal aktieägare. Oberoende styrelseledamöter bör då ges en särskild uppgift att godkänna redogörelser för bolagsstyrningsprinciper och efterlevnad.

ECGF uppmanar medlemsstaterna att utarbeta rutiner som möjliggör kontroll av hur bolagsstyrningskoderna tillämpas. Sådana kontrollsystäm leder till ökad förståelse om hur effektiva koderna är och hjälper till att belysa problemområden och visar var utveckling skett i tillräcklig grad och tvärtom.

## **5.4 Reflektioner**

Comply or explain-modellen har fördelen av att kunna ställa högre krav än traditionell lagstiftning eftersom inte alla alltid måste följa varje regel. Till skillnad mot en lagregel kan också ett bolag med välgrundade motiv välja att inte följa en regel så länge man kan lämna en godtagbar förklaring. En lagregel fungerar enligt principen "one size fits all", reglering enligt principen comply or explain har den fördelen att den kan anpassas efter användaren.

Rickford hävdar att det är nödvändigt för respekten av comply or explain att involvera företrädare för både investerarna och näringslivet när man skapar koder som bygger på denna princip. Det krävs konsensus redan på utarbetandestadiet. En regel som inte efterlevs eller inte genomförs på ett effektivt sätt kommer inte att överleva. Och i likhet med all reglering som

inte efterlevs finns risk för en nedåtgående spiral i övrig regelefterlevnad. Dessutom ifrågasätts regelskaparens legitimitet. Det krävs således ömsesidig respekt från alla parter.<sup>96</sup>

Vidare är, som bl.a. ECGF konstaterat, comply or explain-metoden beroende av stöd i så motto att just kraven på disclosure ges stöd i lag eller annan tvingande reglering.

Det finns ju en tydlig koppling mellan comply or explain och öppenhet och insyn. Comply or explain-begreppet innebär i sig ”disclosure”, alltså lämnande av information och redogörelser. Begreppet förutsätter också transparency, alltså insyn, genomsiktlighet, i bolaget. Information som lämnas skall vara begriplig och dessutom lätt att hitta. Problemet här är att om inte bolagen lämnar tydliga (och sanna) uppgifter kommer aldrig någon genomsiktlighet heller att uppnås.

---

<sup>96</sup> Rickford, J. “Recent and Forthcoming Change in the United Kingdom – a transparency Perspective”, Forum Internationale Foundation Symposium, 24th September 2003, FCR Rapport



## 6 Sverige

I propositionen till den nya aktiebolagslagen definieras corporate governance som ”företagsstyrning”.<sup>97</sup> Regeringens inställning är att regleringen i aktiebolagslagen rörande aktiebolagets organisation bör vara inriktad på att främja en aktiv ägarfunktion i företagen.<sup>98</sup> Sverige har, till skillnad från t.ex. Storbritannien, sedan länge haft reglering på området för bolagets organisation, alltså regler för bolagsstämma, styrelse, företagsledning samt regler om t.ex. likabehandling av aktieägare och minoritetsskydd.

### 6.1 Bakgrund

Den svenska kapitalmarknaden är också präglad av starka och aktiva aktieägare, så kallat kontrolläggande. I Storbritannien, liksom i USA ser ägarbilden annorlunda ut, med ett mycket mer spritt aktieäggande präglad av stora institutionella ägare. De institutionella ägarna karakteriseras i stor utsträckning av att de inte utnyttjar sin rösträtt på stämmorna (voice), utan i stället säljer aktier i bolag som inte utvecklas som man förväntar sig prestationer (exit). Eftersom styrelserepresentation innebär en insiderposition leder det till att de institutionella ägarna inte finns representerade i styrelserna. Det finns dessutom en problematik i att de institutionella ägarna även agerar för sina kunder som äger aktier i institutionerna och det då finns risk för intressekonflikter. Dessa kapitalmarknader präglas också av tradition av företagsuppköp (takeovers), vilket bidrar till att bolagsledningarna indirekt anpassar sig för att undgå risken att bli ersatta vid en takeover.

#### 6.1.1 Initiativtagare till en svensk corporate governance-kod

På grund av den tradition av reglering på området som funnits i Sverige ansågs tidigare behovet av att skapa en kod av brittisk typ mycket litet.

---

<sup>97</sup> Proposition 2004/05:85, s. 289.

<sup>98</sup> Se bl.a. prop. 1997/98:99.

På samma sätt som i många andra länder har man i Sverige, i ljuset av den internationella utvecklingen särskilt inom EU, omprövat behovet av en nationell kod.

Mot bakgrund av bl.a. kartellavslöjanden, debatten om företagen bristande redovisning och information kring förmåner för ledande befattningshavares förmåner (läs Skandia-affären) tillsatte regeringen år 2002 den s.k. Förtroendekommissionen, under ledning av förre finansministern Erik Åsbrink. Kommissionens uppdrag bestod i att etablera en dialog med företrädare för det svenska näringslivet, att identifiera och granska förtroendeskadliga företeelser inom det svenska näringslivet samt att belysa näringslivets egna insatser på området. I uppdraget ingick också att bedöma om lagstiftning, offentlig reglering och näringslivet eget regelverk behövde förändras och att analysera behovet av samt föreslå åtgärder som bedömdes nödvändiga. Kommissionen skulle också beakta relevanta internationella erfarenheter.<sup>99</sup>

### **6.1.2 Kodgruppen**

Utifrån vad Förtroendekommissionen kom fram till under arbetets gång tillsattes i oktober 2003 en särskild grupp, den s.k. Kodgruppen, för att utarbeta ett förslag till en svensk corporate governance-kod. Gruppen också den under ledning av Erik Åsbrink, bestod av representanter för FAR<sup>100</sup>, Svenskt Näringsliv, Stockholmsbörsen, Näringslivets Börskommitté, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen, Svenska Handelskammaren, Sveriges Aktiesparares Riksförbund, Sveriges Försäkringsförbund samt Förtroendekommissionen. Till gruppen knöts också två särskilda experter och ett sekretariat. Kodgruppen presenterade i april 2004 ett förslag till svensk kod.<sup>101</sup> Efter en remissrunda återsamlades Kodgruppen för en utvärdering av remissvaren och presenterade i december 2004 en slutgiltig version med titeln ”Svensk kod för bolagsstyrning”.<sup>102</sup> Koden trädde i kraft den 1 juli 2005. Samma år bildades Kollegiet för svensk Bolagsstyrning som förvaltar koden och ansvarar för utveckling och revidering. Huvudman är Föreningen för god sed på aktiemarknaden vars medlemmar består av en bred sammansättning av organisationer inom svenskt näringsliv.

---

<sup>99</sup> Dir. 2002:115, Dir. 2004:132

<sup>100</sup> Föreningen Auktoriserade Revisorer.

<sup>101</sup> SOU 2004:46.

<sup>102</sup> SOU 2004:130.

## 6.2 Kodens innehåll

Det sägs i inledningen att koden är en påbyggnad på främst aktiebolagens regler om bolagets organisation, men också självregleringen inom området. Kodgruppen har strävat efter att inte överlappa dessa regler, även om undantag gjorts främst för att i koden kunna beakta nyligen utkomna EU-rekommendationer. Dessa gäller bl.a. kriterier för styrelseledamöters oberoende samt vissa ersättningsfrågor.<sup>103</sup>

Kodens inledande avsnitt beskriver syftet med koden, kodens målgrupp, följ eller förklara-principen (comply or explain) samt form och innehåll.

I kodens andra avdelning är adressaten aktieägarna och innehållet behandlar ägarrollen och ägaransvaret.

Dessa två avsnitt omfattas inte av följ eller förklara-principen eller av kopplingen till börsens regelverk.

Kodens materiella regler består av 21 regler uppdelade på fem avsnitt:

1. Bolagsstämma (Kallelse, deltagande på distans, bolagsorganens närvaro, genomförande)
2. Tillsättning av styrelse och revisor (Valberedning, tillsättning av styrelse, tillsättning av revisor)
3. Styrelse (Uppgifter, sammansättning och storlek, ledamöter, ordförande, arbetsformer, finansiell rapportering, intern kontroll och intern revision, redovisnings- och revisionsfrågor)
4. Bolagsledning (VD:s uppgifter, ersättning till bolagsledningen)
5. Information om bolagsstyrning (Bolagsstyrningsrapport, rapport om intern kontroll, information på hemsida)

Till skillnad mot de flesta andra länders kodreglering är det i Sverige bolagsstämman som utser valberedningen.

---

<sup>103</sup> Inom sistnämnda område arbetar regeringen med lagstiftning som bygger på bl.a. Förtroendekommissionens arbete samt EG-kommissionens rekommendation inom området. Se t.ex. dnr Ju 2005/39/L1.

## 6.3 Följ eller förklara

Koden bygger på comply or explain-principen, eller som den svenska översättningen lyder: följ eller förklara. Den svenska kodens målgrupp är i första hand aktiemarknadsbolag, alltså bolag som är noterade på börs eller auktoriserad marknadsplats. Det sägs dock att kodens regler kan tillämpas av andra bolag med spritt ägar- eller allmänintresse såsom kooperativa bolag, statliga bolag, privatägda bolag som förbereder sig för marknadsnotering m.fl.

### 6.3.1 Hur redogöra för efterlevnad och avvikelser?

-hemsidor. Den svenska koden ställer krav på att de tillämpande bolagen kontinuerligt lägger ut information på en hemsida om bolagsstyrning. Att kräva att bolagen håller sig med en hemsida går utöver vad både nuvarande och kommande aktiebolagslag kräver. Däremot har detta krav funnits länge i Stockholmsbörsens noteringavtal.

-bolagsstyrningsrapporter. Den svenska koden säger att en bolagsstyrningsrapport skall fogas till den legala årsredovisningen. Det innebär att rapporten antingen kan vara en fristående dokumentation över bolagets efterlevnad av koden, avvikelser, förklaringar och redogörelse för vissa, i koden, specificerade uppgifter.

## 6.4 Tillämpning och kopplingen till börsens regelverk

Kodgruppen utgick primärt från att bolag noterade på Stockholmsbörsen ålades att tillämpa koden och rekommenderade i ett första steg att införa koden för bolag noterade på A-listan och större bolag på O-listan för att senare, när erfarenhet vunnits av kodens praktiska tillämpning, inkludera alla börsens bolag i tillämpningen.<sup>104</sup> Det faktiska utfallet blev att Stockholmsbörsen i sina noteringskrav år 2005, det vill säga de krav som bolagen måste leva upp till för att vara noterat på Stockholmsbörsen, införde en regel om att bolag skall offentliggöra hur man tillämpar den kod för bolagsstyrning som gäller i bolagets hemland. Regeln gäller numera alla bolag med ett marknadsvärde överstigande tre miljarder kronor.

---

<sup>104</sup> SOU 2004:130, s. 9.

Med tillämpning avses att bolaget aktivt tar ställning till hur de skall förhålla sig till de olika reglerna i koden samt redovisa detta på sin hemsida enligt principen ”följ eller förklara”.<sup>105</sup>

Utländska bolag noterade på Stockholmsbörsen undantas från tillämpningen i det fall det finns nationell kod att följa, vilket är i linje med Kodgruppens rekommendation.

Det har även i noteringsavtalet införts en bestämmelse om att alla noterade bolag, alltså även de med ett marknadsvärde understigande tre miljarder kronor skall ha en särskild avdelning på sin hemsida för bolagsstyrning. Informationen på denna hemsida skall vara uppdaterad inom en vecka från det att förändringar blev kända för bolaget. Under avdelningen skall information lämnas om bl.a. tillämplig kod, styrelsesammansättning, VD och revisorer, incitamentsprogram samt aktuell bolagsordning.<sup>106</sup>

#### **6.4.1 Övervakning**

Från Stockholmsbörsen anges det att det främst är noteringsavtalets krav på hemsida och informationen där som granskas och till viss del efterlevnaden av noteringskravet om tillämpning av koden. Man gör ingen utvärdering av eventuella förklarings kvaliteter, det lämnas till marknaden. Däremot kan felaktiga eller missvisande uppgifter bli fall för börsen att titta närmare på.<sup>107</sup>

### **6.5 Konsekvenser i Sverige – mottagande**

De stora bolagen på Stockholmsbörsen har idag att obligatoriskt tillämpa koden eller förklara avvikelser. Den absoluta majoriteten gör det också, dock med vissa kvalitetsskillnader.<sup>108</sup>

Mottagandet i Sverige har varit styvmoderligt. Man kan spekulera i huruvida det beror på att initiativet kom från statsmakterna. Ett skäl som angivits är de ökande kostnader, inte minst för revision och juridisk rådgivning som implementeringen av koden för bolagsstyrning fört med sig. Höga kostnader har angetts som skäl. Man kan dock fråga sig om de initiiellt, och fortfarande förekommande, kraftiga reaktionerna från vissa företagsledare beror på

---

<sup>105</sup> Noteringskrav för aktier på den nordiska börsen p.5

<sup>106</sup> Noteringsavtal, bilaga 1 p.5

<sup>107</sup> Kollegiets årsrapport 2006, s 11.

<sup>108</sup> Se t.ex. A.a. s.13 ff.

traditionellt betingade "reflexer" ? Traditionen i Sverige är att de stora bolagen har dominerats av kontrollägare, dvs. ägare med majoritetsposter. Det är starka ägare som har varit vana vid relativt lite ifrågasättande och insyn. Sverige är ju också ett land där traditionen med röstvärdesskillnader fortsatt rönt ett stark försvar.

# 7 Är sanktioner möjliga?

## 7.1 Disciplinära åtgärder eller avnotering?

Många koder i världen är på ett eller annat sätt knutna till nationella fondbörser. Det finns dock i vissa länder legala hinder för att reglera corporate governance via börsregler. Det vanligaste systemet att reglera förhållandet mellan börs och noterade bolag är via olika typer av listningsregler. Dock finns det ingen vare sig universellt eller ens regional regelstruktur.<sup>109</sup>

Cadbury-koden blev snabbt en del av London-börsens listningsregler. Efter att London Stock Exchange privatiserades togs ansvaret för listningsreglerna över av the Financial Services Authority (the Listing Authority) som lyder under det engelska finansdepartementet. Denna myndighet har, som nämnts, olika typer av sanktioner att ta till inklusive böter, mot den som inte uppfyller kraven på comply or explain.<sup>110</sup>

Stockholmsbörsen har två typer av regleringssystem. Det ena är noteringsavtalet som materiellt sett innehåller i första hand regler för offentliggörande av information. Det andra är noteringskraven som delas i två kategorier, dels de som gäller inför notering där kraven är olika för notering på Large-, Mid- och Small Cap-listorna (tidigare A- och O-listorna), dels de ständigt gällande krav som gäller för att ett bolag skall anses vara börsmässigt.

Till noteringsavtalet finns disciplinära åtgärder knutna, oftast i form av möjligheten att utdöma viten i form av årsavgifter eller att tilldela varningar. Vad gäller de ständigt gällande noteringskraven är den yttersta konsekvensen av att inte uppfylla dessa att bolaget inte längre anses vara börsmässigt och således avnoteras. Denna åtgärd är inte en disciplinär natur. Det som kan hända när en kod är kopplad till en börs listningsregler är att en möjlig effekt av att inte förhålla sig korrekt till comply or explain-kravet är avlistning. En sådan sanktion drabbar ju, som jag berört, inte enbart bolagsledningen, dvs. styrelse och VD vilka är de som ansvarar för efterlevnad och förklaringar utan främst aktieägarna. Denna typ av sanktion är därför ett klumpigt instrument. En bättre typ av sanktion från börsens sida är därför böter, som bolagen kontraktsmässigt bör kunna övervältra på dem som gjort sig skyldiga till överträdelsen. I

---

<sup>109</sup> Intervju med Thomas Krantz, Generalsekreterare för World Federation of Exchanges

<sup>110</sup> Rickford, J. Fundamentals, Developments and Trends in British Company Law, EFCR 4/2004, s. 23 not 94.

Sverige uppstår då det problemet att koden är knuten till noteringskraven, vilka alltså är skilda från noteringsavtalet.<sup>111</sup> Det finns således ingen kontraktsmässig grund för att utdöma disciplinära åtgärder i form av t.ex. böter.

Stockholmsbörsen har, som angivits ovan, tagit in koden i noteringskraven enligt comply or explain-modellen. Det innebär således att brist på förklaringar eller utelämnande av information som koden kräver i sista hand medföra avnotering, vilket som sagt inte är en disciplinär åtgärd. Det har emellertid framförts tankar på om allvarligare överträdelser av koden även innebär ett brott mot noteringsavtalet vilket kan tas upp i disciplinnämnden och således kan medföra t.ex. vitesutdömande. De regler som skulle kunna leda till denna konsekvens bör rimligen vara av den typ rör informationsplikt och som ligger nära noteringsavtalets krav.

I rättsfallet NJA 1985 s 343 tog HD ställning till en tvist mellan Stockholmsbörsen och ett bolag som enligt disciplinnämnden brutit mot den del av avtalet som innehåller NBK:s rekommendation rörande offentliga offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående med bolag. HD ansåg visserligen att den förevarande situationen gick utöver rekommendationens direkta tillämpningsområde, men godtog ändå vitesutdömandet med hänsyn till den bakomliggande principen om likabehandling av aktieägarna.

En möjlig tolkning av rättsfallet är att de delar av koden som är utflöden av grundprinciper i aktiebolagslagen (eller andra relevanta lagar) och som dessutom kan ses som kompletteringar eller konkretiseringar av regler i noteringsavtalet skulle kunna komma att ligga till grund för bedömningar i disciplinnämnden.

## **7.2 Kodens betydelse vid en skadeståndsbedömning**

De bolagsrättsliga skadeståndsregler som är av främsta intresse i det här sammanhanget, och som jag kommer att behandla i min framställning, är de som gäller bolagets och aktieägarnas ersättningsanspråk gentemot styrelse och bolagsledning.

---

<sup>111</sup> En ordning som vi tycks vara ganska ensamma om.



Skadeståndsregeln i 29:1 ABL avser i första stycket styrelseledamots eller verkställande direktörs skadeståndsansvar när de *i sitt uppdrag* på ett culpöst (oaktsamt) sätt orsakat bolaget skada.<sup>112</sup> Den andra punkten avser skada orsakad tredje man vid överträdelse av regler i ”denna lag, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen”. För ansvar måste det dessutom finnas ett samband mellan skadan och oaktsamheten (kausalitet).

Oaktsamhetsrekvisitet delas upp i en objektiv och en subjektiv sida. Den subjektiva sidan rör styrelseledamots och verkställande direktörs personliga förhållanden. Det kan röra sig om ansvarsfördelning eller skillnader i arvodering. Också det faktum att någon varit verksam under endast en kort period och därför inte fått möjlighet att sätta sig in i bolagets förhållanden kan påverka ansvarsbedömningen.<sup>113</sup>

Rekvisitets objektiva sida rör de handlingsdirigerande normer som bolagsledningen måste förhålla sig till vid fullgörande av sitt uppdrag. I förhållande till tredje man ger lagen en uttömmande uppräkningslista av dessa normer, således de regler i aktiebolagslagen, tillämplig lag om årsredovisning samt bolagsordningen som syftar till att skydda tredje mans intressen. Vid en ansvarsbedömning gentemot bolaget gäller som normer dessutom de direktiv som givits från överordnade bolagsorgan samt den vård- och lojalitetsplikt (fiduciary duties) som följer med uppdraget.<sup>114</sup>

I den finländska aktiebolagslagens 22 kap. 1 § st. 1 och 2 stadgas: *En styrelseledamot, en förvaltningsrådsmedlem och verkställande direktören skall ersätta skada, som de i sitt uppdrag, i strid med den omsorgsplikt som föreskrivs i 1 kap. 8 §, uppsåtligen eller av vållande orsakat bolaget.*

*En styrelseledamot, en förvaltningsrådsmedlem och verkställande direktören skall också ersätta skada som de annars i strid med denna lag eller bolagsordningen uppsåtligen eller av oaktsamhet orsakat bolaget, aktieägare eller någon annan.*

Enligt *af Schultén* kan, i Finland, underlåtenhet att följa de av kodens regler som inte har sin motsvarighet i lag i sig inte kan utlösa ett skadeståndsansvar enligt FABL 22 kap., men

---

<sup>112</sup> Tidigare 15:1 ABL, paragraferna överensstämmer, se prop. 2004/05:85

<sup>113</sup> Dotevall, R. Bolagsledningens skadeståndsansvar, s. 55 ff.

<sup>114</sup> Dotevall, R. A.st.

påpekar att det i en konkret situation där bolaget lidit skada och det finns ett kausalsamband mellan skadan och styrelsens agerande, en sådan underlåtenhet kan inverka negativt på culpabedömningen.<sup>115</sup>

Vid en analys av motsvarande frågeställning i Sverige har bedömningen gjorts att den svenska koden inte kan beaktas vid en culpabedömning.<sup>116</sup> Resonemanget går i första hand ut på att det är tveksamt om kodens regler över huvud taget kan ses som sedvänja. Anledningen är främst att den svenska aktiebolagslagen inte någonstans hänvisar till god sed inom något av de områden som koden omfattar att koden inte kan och med nuvarande utformning inte kommer att kunna betraktas som sedvänja.

Om man ser till förarbetena till den nya aktiebolagslagen så nämns koden som en rättskälla i avsnittet om bolagets organisation.<sup>117</sup> Eftersom rättskällevärdet tillerkänner andra källor än lagen status som tolkningskällor vid domstolsavgörande kan det faktum att kodens existens nämns som till lagen utfyllande regler antyda att kodens *comply or explain*-institut kan tillmätas betydelse vid en culpa-bedömning.

Man skulle kunna argumentera för att åtminstone en del av kodens regler utgör kodifierad praxis för sådant som redan anses gälla för aktiemarknadsbolag, och som sådan kan anses utgöra god sed på aktiemarknaden. Argumentet för att koden inte skall anses utgöra sedvänja, bygger på att denna typ av sedvänja inte kan etableras på t.ex. styrelseområdet, eftersom kulturen varierar från företag till företag och från bransch till bransch.

Om man istället byter perspektiv och ser till hela aktiemarknaden finns det bevisligen sådana sedvanor. Aktiemarknadsnämnden som, i detta hänseende, visserligen är ett rådgivande organ uttalar sig regelbundet om vad som är och inte är god sed på aktiemarknaden. Ett börsnoterat bolag som inte följer börsens noteringskrav kan i sista hand bli betraktat som inte längre varande börsfäligt. Eftersom koden blivit en del av noteringskraven är en möjlig konsekvens av grava åsidosättanden av kodens regler alltså, som tidigare redogjorts för, avnotering. Om inte annat kan det med tiden bli så att vissa av kodens regler får status av god sed eller sedvänja och då kommer att kunna utgöra en måttstock vid en culpabedömning inför domstol.

---

<sup>115</sup> af Schultén, G. Corporate Governance i Finland, NTS nr 4 2004, s.367

<sup>116</sup> Dotevall, R. Styrelsens och VD:s skadeståndsansvar – påverkas det av koden? En svensk kod för bolagsstyrning – vad är det för något och vad innebär den? Stockholm Centre for Commercial law.

<sup>117</sup> Bl.a. prop. 2004/05:85 s. 290 f.

Möjligheten finns åtminstone på sikt det kommer att bli så att ett iakttagande av kodens regler kommer att bli en del av den omsorgsplikt som åvilar styrelse och bolagsledning. Därmed faller det in under det objektiva aktsamhetsrekvisitet och kommer således att kunna spela in i en culpabedömning.

## 8 Slutsats och analys

Corporate governance-koder är måhända inte lösningen på alla kapitalmarknadens principal – agentproblem. Detsamma kan emellertid sägas om all typ av reglering. En del av den kritik som riktats mot Sarbanes-Oxley Act har visat att hur rigoröst lagen än är utformad, skulle den ändå inte ha förhindrat Enron-skandalen eftersom den i stor utsträckning orsakades av okunnighet och kriminellt beteende. Sir Adrian Cadbury har själv medgett att det arbete hans grupp utförde ”might not have stopped Maxwell from being Maxwell, but it would certainly brought it to the public attention much sooner.” Och det är kanske där svaret ligger: att genom att kräva att bolagen öppet redovisar sina förehavanden finns det en rimlig chans för aktieägare och övriga intressenter att tidigare reagera på missförhållanden.

Det är dock svårt att bortse från det som Adam Smith och Berle & Means avsåg, nämligen svårigheten att åtskilja kapitalet från makten. Dessa två storheter måste i någon mån följas åt. Svaret måste bli starka styrelser. Och starka aktieägare. Vad är då en stark styrelse? Mitt svar är en styrelse som både har ett engagemang i kapitalet, dvs. beroende ledamöter – läs ägarrepresentation, men också en slags samhällsrepresentation, vilket inte med nödvändighet måste utesluta ägande, men kanske för säkerhets skull ändå bör göra det. Vilket i sin tur innebär oberoende. Men för att göra helt om, är den av många förfäktade åsikten att ägande är ett incitament för engagemang, svår att bortse ifrån. Den svenska modellen med valberedningar utsedda av aktieägarna är ett bra sätt att uppnå en balans mellan styrelse och ägare även om modellen kan behöva en uppstramning.

Det har från många håll framförts åsikter om att i synnerhet alltför detaljerade koder gör att bolagsledningen i alltför hög utsträckning ägnar sig åt att ängsligt snekla på regelverket, istället för att ägna sig åt det de primärt är tillsatta för att göra. Det har också hävdats att en växande andel av bolagens styrelsemöten kommit att handla om hur styrelsen skall agera, istället för det styrelsen skall ägna sig åt, nämligen strategifrågor på högre plan och att styra bolagets affärsmässiga inriktning.<sup>118</sup> Trenden går dock mot koderna att blir mer detaljerade

---

<sup>118</sup> Rickford, J. Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors? Capital Markets and Company law, s.469

och alltså ett fjärmas från den ursprungliga tanken om att vara principle-based (i motsats till t.ex. SOX som är rule-based). Det innebär också att det ställs höga krav på marknad och aktieägare som domare. Vem har tid och råd? Om man istället lät börserna stå för mer av övervakningen och sanktionerna skulle bolagen själva (i form av avgifterna till börsen) stå för en del av kostnaden för övervakningen i och med att det också ligger i bolagens intresse att förtroende skapas och bibehålls. Problemet med en sådan ordning är givetvis att man riskerar att bolag avlistar sig eller listar sig på marknader med lägre krav och kostnader. I förlängningen kan detta leda till vad man brukar kalla ett "race to the bottom", alltså att länder eller marknader konkurrerar med att ställa allt lägre krav på de som etablerar sig.

En röd tråd som går genom koderna är comply or explain-principen, dvs. ett krav på efterlevnad som är flexibelt i den meningen att brist på efterlevnad kan accepteras så länge man lämnar en förklaring som aktieägare och marknad kan acceptera.

Comply or explain-begreppet har sitt ursprung i Storbritannien där självreglering och tron på marknadskrafterna alltid haft ett starkt fäste. Men "comply or explain" blir egentligen vad man gör det till. I Storbritannien har det gått från att vara ett rent marknadskraftsinstrument till att via börsen och sen FSA omfattas av statligt kontrollerade sanktionsmöjligheter. Men utvecklingen mot en mer styrd reglering är tydlig, inte bara i Storbritannien.

Det har från EU upprepats att comply or explain-principen är att föredra framför lagstiftning och att man inte önskar harmonisera medlemsstaternas koder men ändå regleras modellen allt mer genom bl.a. direktivpåbud. Tendensen att kringskära självregleringen och comply or explain-principen märks inte minst genom ändringen av EU:s fjärde och sjunde bolagsdirektiv där, som jag berört ovan, ett av resultaten blir att medlemsländerna skall lagreglera de större aktiemarknadsbolagens skyldighet att i årsredovisningen ta in eller bilägga en bolagsstyrningsrapport i vilken bolagen skall redogöra för vilken kod för bolagsstyrning som man tillämpar samt redogöra för och motivera eventuella avvikelser. I korthet innebär det att comply or explain-principen kommer att bli lagfäst i varje EU-land.

En möjlig tolkning av avkrävandet i lag, inte bara av förklaringar utan också motiveringar är att det kan bli möjligt att låta t.ex. domstol avgöra inte bara om förklaringar lämnas korrekt utan också att de håller en viss kvalitet. Frågan är om man skall se det här som ett misstroendevotum mot bolagen? Eller till och med mot marknaden eftersom den skall döma?

Men om man bortser från alla konspirationsteoretiska spekulationer och utgår ifrån att det är ”comply-delen” som är föremålet för övervakning, finns det då inte en slagsida mot att viss (mängder av) information skall lämnas men bara en del, såsom uppgifter om internkontroll och riskhantering, kvalitetsäkras genom (krav på) revisorsgranskning? Ett annat resultat av regleringen är troligen den att del av övervakningsuppgiften och kostnaderna härför övervältras på det allmänna, dvs. skattebetalarna. Eller är det så att det blir revisorerna som blir the custodians och därmed bolagen som (för)blir kostnadsbärarna?

Det går att dra slutsatsen skillnaden på mottagande av bolagsstyrningskoder i Storbritannien kontra Sverige beror på aktieägarstruktur. Det traditionellt stora inslaget av institutionellt ägande i Storbritannien med blockäggande om i snitt högst tio procent av såväl aktiekapital som röster jämfört med en aktiemarknad i Sverige som länge präglats av kontrolläggande med stora privata aktieposter och röstvärdesskillnader. I Storbritannien också strikta krav på oberoende styrelseledamöter inte minst genom NED:s I Sverige har vi inte haft det kravet utan har mer haft synen att involvering stärker intresset för bolagsledningen att verka för bolagets (och därmed aktieägarnas) bästa. I det förra fallet blir det mer naturligt att se reglering i form av t.ex. koder som en hjälp till insyn och inflytande. Den mer personliga synen på ägande och inflytande som länge varit förhärskande i Sverige medför att reglering på området ses som ett onödigt och klåfingrigt ingrepp i ägarautonomin.

Borde det ingå regler i koderna som på ett mer effektivt sätt möjliggör röstning över gränserna för t.ex. institutionella ägare? ”Exit” är inte alltid en attraktiv utväg. Ibland inte heller en möjlig, institutionella ägare med stora aktieposter har ofta svårt att sälja sina aktier. I många fall har redan marknaden reagerat bolagets problem, vilket innebär att det inte går att sälja aktierna utan stora förluster. Dessutom baserar många investerare idag en stor del av sitt aktieinnehav på speciella aktieindex-kurser. För att undvika för stora avvikelser från index måste investerarna ha aktier i åtminstone de bolag som är högst värderade i det indexet oavsett bolagens prestationer. Att sedan dra sig ur när det börja gå riktigt dåligt är då inte längre möjligt. Marknaden är därför inte alltid ett perfekt verktyg för att kontrollera bolagsledningen i noterade bolag.<sup>119</sup>

---

<sup>119</sup>Winter, J. W. Cross-border Voting in Europe, Capital Markets and Company Law, Hopt and Wymeersch, s.392.

En del länders koder innehåller regler för fullmaktröstning och röstning på distans.<sup>120</sup> Den svenska aktiebolagslagen innehåller numera en regel som möjliggör för bolagen att genom en ändring i bolagsordningen att samla in fullmakter på bolagens bekostnad. Hittills är det väldigt få aktiemarknadsbolag som vidtagit den nödvändiga ändringen av bolagsordningen. Det finns enligt Kollegiet för bolagsstyrning heller inga planer på att införa regler om fullmaktsröstning i den svenska koden bl.a. beroende på kritiken att koden redan nu är alltför detaljerad. Det finns i mitt tycke anledning för såväl bolagen som Kollegiet att fråga sig om en tillämpning av de möjligheter som ges i aktiebolagslagen inte ger stora fördelar inte bara för aktieägarna utan även för bolagsledningen. Som en bakgrund till denna frågeställning kan ses de problem som Ericssons bolagsledning ställdes inför vid årets bolagsstämma då amerikanska aktieägare via fullmaktshavare röstade ner förslaget till incitamentsprogram. Vad jag vill komma till är att en fullmaktsinsamling på bolagets bekostnad kan vara ett gyllene tillfälle för bolagsledningen att kommunicera med och informera i synnerhet de utländska aktieägarna om dels förslag till beslut dels svensk reglering.

Koder, liksom om annan reglering, som inte speglar berörda parter uppfattning om vad som utgör önskvärda mål och värderingar kommer inte att respekteras. Men just i fallet med koder innebär det också att de inte kan utformas som lagstiftning, där det är viktigt att "one size fits all". Eftersom det i fallet med koder är viktigt att de accepteras av den absoluta majoriteten av dem som berörs är det särskilt motiverat att involvera privata intressen vid utarbetandet av dem, för att på så sätt få markanden att känna ansvar för koden. Idealet är givetvis en kod som består av verkningsfulla principer som arbetats fram på ett sätt gör dem svåra att bortse ifrån även för de fåtal vars naturliga reaktion egentligen är att ignorera den här typen av reglering.

---

<sup>120</sup> Se t.ex. den danska koden för bolagsstyrning.

# Källförteckning

## Offentligt tryck

Aktiebolagslag 2005:551

Prop. 2004/05:85

Prop. 1997/98:99

SOU 2004:46

SOU 2004:47

SOU 2004:130

Dir. 2004:132

dnr Ju 2005/39/L1

KOM 2003:284 slutlig

MEMO/04/231

OJ L321

The Financial Services and Markets Act 2000

## Litteratur

Berle, AA & Means, G, The Modern Corporation and Private Property, New York: Harcourt Brace 1933

Bernitz, U m.fl. Finna rätt – juristens källmaterial och arbetsmetoder, Juristförlaget JF AB, Stockholm 1991

Brülde, B, Strannegård, L, Affärsetik, Liber AB, Malmö 2007

Cadbury, A, Corporate Governance and Chairmanship A Personal View, Oxford University Press, Oxford 2002

Clark, Th, Corporate Governance Critical Perspectives on Business and Management, Routledge, London 2005



Dine, J, *The Role of the Non-Executive Director, Corporate Governance & Corporate Control*, Cavendish Publishing Ltd, London 1995

Dotevall, R. *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, Norstedts Juridik, Stockholm 1999

Dotevall, R, *Styrelsens och VD:s skadeståndsansvar – påverkas det av koden? En svensk kod för bolagsstyrning – vad är det för något och vad innebär den?* Stockholm Centre for Commercial law. Red. Rolf Skog. Stockholm Centre for Commercial Law, Stockholm 2005

Hopt K. J, Wymeersch E, *Capital Markets and Company Law*, Oxford University Press, New York 2003

Jansson, P-O, *Regelbildning på värdepappersmarknaden: ett samspel mellan dynamik och stabilitet*, Juristförlaget, Stockholm 1995

Karlgren, Hj, *Kutym och rättsregel*, P.A. Norstedt & Söner, Stockholm 2001

Kågerman, P, *Värdepappersmarknadens regelsystem*, Norstedts Juridik, Stockholm 2001

Rickford, J. *Fundamentals, Developments and Trends in British Company Law*, EFCR 4/2004

Rickford, J. *Do Good Governance Recommendations Change the Rules for the Board of Directors?* Hopt K. J, Wymeersch E, *Capital Markets and Company Law*, Oxford University Press, New York 2003

Rickford, J, “Recent and Forthcoming Change in the United Kingdom – a transparency Perspective”, Forum Internationale Foundation Symposium, 24th September 2003, FCR Report

Rhode, K, Skog, R, *Aktiebolagsrätt*, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2002

Runesson, E M, *Avtals- och tvistlösningsförhandling*, Glossator förlag, Stockholm 2003

Sheikh, S., Rees, W. *Corporate Governance & Corporate Control*, Cavendish Publishing Ltd, London 1995

Smith, A, *An Inquiry into the Causes of the Wealth of Nations 1776* (Random House edn) London 1937

af Schultén, G. *Corporate Governance i Finland*, NTS 2004/4

Winter, J. W. *Cross-border Voting in Europe*, Hopt K. J, Wymeersch E, *Capital Markets and Company Law*, Oxford University Press, New York 2003

## **Rättsfall**

NJA 1985 s 343

## Övrigt

Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States, Holly J. Gregory, Robert T. Simmelkjaer, II, Weil, Gotsham & Manges LLP 2002

”Directors remuneration: Report of a studygroup chaired by sir Richard Greenbury”.

FSA Listing Rules

Erhvervs- og selskabsstyrelsen, International udvikling – En deskriptiv analyse af udvalgte Corporate Governance-initiativer.

Kollegiet för bolagsstyrnings årsrapport 2006

Norsk anbefaling. Eierstyrning og selskabsledelse. (Corporate Governance) 2004, 2005, 2006

Nørby -udvalgets rapport on Corporate Governance i Danmark – Anbefalinger om for god selskabsledelse i Danmark, 2001.

OMX, Noteringskrav för aktier på den nordiska börsen

Rapport om selskabsledelse i Danmark – Fondbörsens komité för god selskabsledelse

Rekommendation om förvaltnings- och styrningssystem för noterade bolag (Corporate Governance) Finland

Report of the committee on the Financial Aspects of Corporate Governance 1992

Rules Governing Securities Listing on the Copenhagen Stock Exchange

Statement of the European Corporate Governance Forum on the comply-or-explain principle

SvD, Brännpunkt 2004-11-29

[www.aktiemarknadsnamnden.se](http://www.aktiemarknadsnamnden.se)

[www.dti.gov.uk/files](http://www.dti.gov.uk/files)

[www.frc.org.uk/corporate/combinedcode.cfm](http://www.frc.org.uk/corporate/combinedcode.cfm)

[www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk)

[www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr\\_comcode2003.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf)

[www.londonstockexchange.com/en-](http://www.londonstockexchange.com/en-)

[gb/about/Newsroom/Media+Resources/Speeches/speech18.htm](http://gb/about/Newsroom/Media+Resources/Speeches/speech18.htm)

[www.naringslivetsborskommitte.se](http://www.naringslivetsborskommitte.se)