

Per Lekvall

Kommande EU-reglering av bolagsstyrning i finansiella institut

- en kritisk granskning från svensk utgångspunkt

Per Lekvall är partner i Boardroom Consulting AB och ledamot av Kollegiet för svensk bolagsstyrning. Han har som tidigare huvudsekreterare i Förtroendekommissionen och därefter verkställande ledamot i Kollegiet för svensk bolagsstyrning varit djupt involverad i utvecklingen inom svensk bolagsstyrning under det senaste decenniet.

Förord

I efterdyningarna av den finansiella krisen har EU-kommissionen, efter några års lägre aktivitet, intensifierat sitt arbete med att utveckla och harmonisera bolagsstyrning inom unionen. Detta har tagit sig uttryck i en rad rekommendationer, grönböcker och direktiv om bolagsstyrning under de senaste två åren.

Ett område som Kommissionen ägnat stor uppmärksamhet är bolagsstyrning i finanssektorn. Som ett led i detta utgav Kommissionen i juni 2010 en grönbok om bolagsstyrning i finansiella institut. Då bolagsstyrning har olika utformning i olika länder är det intressant att analysera hur de föreslagna förändringarna passar in i ett svenskt sammanhang.

I syfte att ur svenskt perspektiv belysa de aktuella frågeställningarna och för- och nackdelar avseende Eu-kommissionens förslag uppdrog Finansmarknadskommittén åt Per Lekvall att skriva en rapport som behandlar just detta.

Rapporten har diskuterats vid ett seminarium samt vid möten i finansmarknadskommittén och kommer att vara diskussionsunderlag för finansmarknadens runda bord vid dess möte den 15 juni 2011.

Det är min förhoppning att rapporten ska bidra till debatten kring regelverkets framtida utformning.

Stockholm 7 juni 2011

Johanna Lybeck Lilja
Statssekreterare
Ordförande Finansmarknadskommittén

KOMMANDE EU-REGLERING AV BOLAGSSTYRNING I FINANSIELLA INSTITUT

- En kritisk granskning från svensk utgångspunkt

SAMMANFATTNING

Syftet med denna rapport är att ge underlag för överväganden om ställningstaganden från svensk sida till den reglering av bolagsstyrning i vissa typer av finansiella institut som väntas komma från EU inom ramen för det nya s.k. kapitaltäckningsdirektivet. Underlaget för genomgången har i huvudsak utgjorts av den grönbok om bolagsstyrning i finansiella institut som gavs ut av EU-kommissionen i juni 2010, Finansdepartementets och ett antal andra svenska aktörers remissvar på denna grönbok samt en sammanställning som kommissionen publicerat av samtliga inkomna remissvar.

Rapporten inleds med en översiktlig genomgång av utvecklingen av modern bolagsstyrning fram till millennieskiftet samt EU-kommissionens agenda för harmonisering av reglerna på detta område under decenniet därefter. Bland annat påvisas att EU-kommissionen i huvudsak lagt den anglosaxiska bolagsstyrningsmodellen till grund för sitt harmoniseringsarbete inom unionen. Samtidigt möter de regelverk man på den grunden utvecklat i flera av EU:s medlemsstater mer eller mindre starkt avvikande förhållanden avseende kapitalmarknadens struktur, bolagsrättsliga system och modeller för bolagsstyrning. För svensk del har detta lett till betydande svårigheter i flera fall när det gäller att implementera gemensam EU-reglering, vilket redovisas i ett särskilt avsnitt i rapporten.

Efter en kort översikt av grönbokens innehåll görs sedan en genomgång och kritisk granskning av dess olika delavsnitt och de frågor som tas upp inom ramen för respektive avsnitt. De väsentliga slutsatserna redovisas i ett avslutande avsnitt uppdelat på två underavsnitt. Det första behandlar om och med vilka motiv man från svensk sida skulle kunna överväga att helt avvisa ett kommande regleringsförslag, det andra hur man, förutsatt att regleringen som sådan accepteras, kan ha anledning att förhålla sig till olika tänkbara delförslag.

De motiv som redovisas för ett eventuellt ifrågasättande av regleringsförslaget som helhet är i korthet följande:

- Förslaget är empiriskt svagt underbyggt, både när det gäller att påvisa behovet av en utökad reglering som sådan och vari detta behov närmare bestämt skulle bestå. Inte heller redovisas några konsekvensanalyser för att visa att nyttan med den föreslagna regleringen uppväger dess kostnader för de berörda företagen, den europeiska finansindustrin och samhälls-ekonomierna i EU:s medlemsstater.
- EU-gemensam reglering av bolagsstyrning bör ske på en mer principiell nivå än vad som hittills varit fallet och vad frågorna i Grönboken ger anledning att förvänta även denna gång. Både principiella, inte minst med hänvisning till den s.k. subsidiaritetsprincipen, och rent praktiska överväganden talar för en sådan ordning, framförallt därför att det skulle underlätta att genomföra regleringen på ett sätt som är anpassat till varje medlemsstats egna förutsättningar. Mycket talar också för att en sådan ansats i det långa loppet skulle leda till bättre harmonisering av bolagsstyrningen inom EU än den hittills tillämpade strategin.
- För det tredje bör gemensam EU-reglering på detta område, inte minst med hänvisning till den proportionalitetsprincip som också är en hörnsten i EU-fördraget, vara tillräckligt flexibel för att i praktisk tillämpning kunna anpassas till de många olika typer och storlekar av företag som berörs av regleringen. Ett effektivt och väl beprövat sätt att tillgodose detta är nationell implementering genom självreglering med tillämpning av principen *följ eller förklara* i länder med väl fungerande system för detta. Medges inte det är det ett tungt vägande skäl att för svensk del ställa sig avvisande till förslaget.

Slutsatserna beträffande enskilda delförslag redovisas sedan i två underavsnitt, ett som behandlar frågor som man från svensk sida kan stödja eller förhålla sig neutral till och ett som berör frågor som det kan finnas skäl att ställa sig mer kritisk till. Dessa redovisas i punktform på sid. 34-37.

1. INLEDNING

I efterdyningarna till den finansiella krisen har EU-kommissionen, efter några års lägre aktivitet, intensifierat sitt arbete med att utveckla och harmonisera bolagsstyrningen inom unionen. Detta har tagit sig uttryck i en rad rekommendationer, grönböcker och direktiv om bolagsstyrning i olika typer av företag under de senaste två åren.

Ett område som Kommissionen därvid ägnat stor uppmärksamhet är bolagsstyrning i finans-sektorn. Som ett led i detta utgav Kommissionen i juni 2010 en grönbok om bolagsstyrning i finansiella institut för öppen konsultation

fram till den 1 september samma år ("Grönboken").¹ Därefter har Kommissionen analyserat inkomna svar och publicerat en sammanställning av dessa.² I nästa steg kommer Kommissionen att presentera sina förslag till åtgärder med anledning av detta. Enligt uppgift kommer det att för banksektorn ske inom ramen för det nya s.k. kapitaltäckningsdirektivet, som förväntas utges i juli 2011. Beträffande försäkringssektorn ingår vissa av de frågor som diskuteras i Grönboken i den pågående processen för genomförande av Solvens II-direktivet.

Även om det således för närvarande är oklart vilket utrymme kommande regleringar för genomförande av Grönbokens intentioner kommer att lämna för diskussion och eventuell modifiering av dess innehåll finns det anledning att för svensk del analysera de aktuella frågeställningarna och förbereda sig för en fortsatt behandling av dessa frågor. Syftet med denna rapport är att förse Finansmarknadskommittén och andra berörda parter med underlag för diskussion och överväganden om hur man från svensk sida ska förhålla sig till de delar av kommande regleringsförslag som avser bolagsstyrning i finansiella institut.

Rapporten inleds med en översikt av EU-kommissionens arbete med reglering av bolagsstyrning inom unionen under det senaste decenniet samt en diskussion av de svårigheter som ibland uppstår när EU-gemensamma regler ska tillämpas på svenska förhållanden. Efter en kort genomgång av Grönbokens innehåll tas ett antal frågeställningar upp till diskussion på ett övergripande och principiellt plan. Därefter kommenteras översiktligt förslagen i de enskilda avsnitten i Grönboken med avseende på deras relevans och tillämpbarhet på svenska förhållanden. Rapporten avslutas med en sammanfattning av de viktigaste slutsatserna när det gäller hur man från svensk sida kan ha anledning att ställa sig till kommande regleringsförslag med utgångspunkt från de frågor som behandlas i Grönboken.

Underlaget för arbetet har i huvudsak utgjorts av Grönboken, Finansdepartementets och andra svenska intressenters remissvar på den, Kommissionens ovan nämnda sammanställning av inkomna remissvar samt i någon mån Solvens II-direktivet och vissa kommentarer till detta. Ett tidigt utkast till rapporten har behandlats på ett seminarium i Finansmarknadskommitténs regi, vilket gav värdefulla synpunkter inför det fortsatta arbetet.

Vidare har diskussioner förts med ett antal personer med särskild kunskap om den svenska finansbranschen.³ Intryck har även tagits av den allmänna debatten

¹ *Green Paper: Corporate governance in financial institutions and remuneration policies*, COM(2010) 284 final: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2010_284_en.pdf.

² Feedback statement – summary of responses to Commission Green Paper on corporate governance in financial institutions: http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/governance/feedback_statement_en.pdf.

³ Ett varmt tack för värdefull hjälp till Lars Afrell, Fondhandlareföreningen, Mattias Anjou, Finansinspektionen, Lena Friman Blomgren, Svensk Försäkring, Bengt Börjesson, Handelsbanken samt Tomas Tetzell och Åsa Arffman, Svenska Bankföreningen.

inom bolagsstyrningsområdet under det senaste året i Sverige och internationellt samt den grönbok om bolagsstyrning generellt inom EU som Kommissionen utgav i april 2011.⁴

2. EU:S AGENDA FÖR REGLERING AV BOLAGSSTYRNING

2.1 Utgångspunkter och utvecklingslinjer

Under de första decennierna efter bildandet av dåvarande EEC bedrevs ett omfattande arbete med att harmonisera lagstiftningen inom bolagsrättens område mellan medlemsstaterna. Storbritanniens inträde 1973 innebar att denna process stannade upp till följd av den radikalt annorlunda bolagslagstiftning som därmed introducerades i gemenskapen. Det arbete som dithills bedrivits hade i huvudsak utgått från den tyska/centraleuropeiska bolagsrätten, som bygger på en s.k. dualistisk (two-tier) struktur för bolagsstyrning i form av en övervakande/ kontrollerande styrelse och en exekutiv styrelse med en viss uppgifts- och ansvarsfördelning emellan sig. Den brittiska bolagsrätten, däremot, bygger på den s.k. monistiska (one-tier) strukturen med övervakande/kontrollerande och exekutiva funktioner samlade i en styrelse.

Efter fruktlösa ansträngningar att utse ett av dessa system till det generellt bästa, som skulle kunna ligga till grund för en gemensam bolagsrätt inom gemenskapen, beslöt man att acceptera att varje medlemsstat behöll sin egen nationella bolagsrätt och därav följande system för bolagsstyrning. I stället valde man att harmonisera vissa delfrågor inom det bolagsrättsliga området, vilket därefter skett huvudsakligen i form av en serie bolagsrättsliga direktiv.

I slutet av 1970-talet och början av 1980-talet uppstod i USA vad som kan betecknas som den moderna corporate governance⁵-rörelsen. Dess rötter ligger dock betydligt längre tillbaka i tiden, i princip i uppkomsten av stora börsnoterade bolag i USA i slutet av 1800-talet och början av 1900-talet. Dessa bolag kännetecknades bland annat av en långtgående separation av ägande och företagsledning genom att ägandet blev alltmer spritt bland en mängd enskilda aktieägare medan ledningen av bolagen överläts till specialiserade företagsledare, vanligen med inget eller bara begränsat personligt ägande i bolagen. Detta kunde i sin tur ge upphov till skilda intressen mellan ägare och företagsledning – det var inte självklart att de som var satta att leda bolagen

⁴ Green Paper: The EU Corporate Governance framework, COM(2011) 164 final. http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf.

⁵ I fortsättningen används den svenska termen *bolagsstyrning* omväxlande med den engelska *corporate governance* utan någon avsedd betydelseskilnad.

hade samma intresse i fråga om ersättningar, kapitalstruktur, affärsstrategi m.m. som bolagens ägare. Dessa förhållanden fick sin första samlade vetenskapliga beskrivning i ett numera klassiskt arbete från början av 1930-talet.⁶

Från denna utgångspunkt formulerade Jensen & Meckling 1976 den s.k. principal-agent-teorin, som kan sägas utgöra startpunkten för utvecklingen av modern bolagsstyrning.⁷ Teorins innebörd är i korthet att det mellan "principalen"/ägaren, och dess "agenter"/styrelsen och ledningen, kan finnas skilda intressen som leder till att bolagen inte alltid sköts helt i ägarnas intresse. I stället kan styrelsernas (som i amerikansk bolagsstyrning enligt vad som framgått ovan innefattar högsta företagsledningen) egna intressen i större eller mindre grad riskera att påverka deras sätt att driva bolaget. Därigenom kan s.k. agentkostnader uppstå i form av att värdeutvecklingen av bolagets aktier inte blir optimal från ägarnas utgångspunkt. Ett exempel på detta är att styrelser kan ha intresse av att förhindra s.k. fientliga övertaganden som från ägarnas perspektiv är önskvärda, och denna fråga kom att dominera utvecklingen under de närmast följande åren.

I början av 1980-talet kom diskussionen att breddas till att omfatta även vissa principer för hur styrelser skulle vara sammansatta och arbeta. Typiska sådana var kravet på att viss andel (t.ex. minst hälften) av styrelsen skulle bestå av från bolaget och dess ledning oberoende, s.k. icke exekutiva, ledamöter, och att frågor där styrelsens integritet gentemot bolagsledningen är särskilt kritisk skulle delegeras till särskilda kommittéer där ledamöter från bolagsledningen inte fick ingå. Vidare ställdes krav på ökad öppenhet om styrelsens och bolagsledningens ersättningar och andra förmåner. Detta har därefter lett till en omfattande och i långa stycken detaljerad reglering av dessa och en rad andra bolagsstyrningsfrågor i USA, främst i form av lagstiftning, föreskrifter från Securities and Exchange Commission (SEC) samt börsregler vid New York Stock Exchange och andra amerikanska aktiebörser.

Till Europa kom denna utveckling i början av 1990-talet i samband med ett antal uppmärksammade företagsskandaler i Storbritannien. Detta ledde till att man tillsatte den s.k. Cadbury-kommittén, som kom med sin rapport i december 1992. Denna och ett antal ytterligare rapporter låg sedan till grund för den brittiska regleringen på detta område som utvecklades under åren därefter. Cadburykommitténs främsta innovation var konceptet med s.k. koder bestående av ett antal mer principiellt hållna rekommendationer som kunde tillämpas enligt principen *comply or explain*, på svenska *följ eller förklara*, i stället för det

⁶ Berle, A.A. and Means, G.C.: *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan, New York 1932.

⁷ Jensen, M.C. and Meckling, W.H.: *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics No 3, 1976, pp 305-360.

amerikanska systemet med mer detaljerad och tvingande reglering. Den brittiska corporate governance-regleringen blev sedan stilbildande för utvecklingen i övriga Europa och andra delar av världen, och under resten av 1990-talet och början av 2000-talet utvecklades koder för bolagsstyrning i många länder och även av vissa internationella organ, bland annat OECD.

Från omkring millennieskiftet började man från EU-kommissionens sida intressera sig mer aktivt för denna utveckling och såg i den en möjlig väg att åstadkomma den ökade harmonisering inom bolagsrättens område som man dittills bara delvis lyckats uppnå. Man tillsatte därför en expertgrupp med uppdrag att bland annat analysera möjligheten att införa en gemensam kod för bolagsstyrning inom EU. I sin rapport, den s.k. Winter-rapporten 2002, kom emellertid gruppen fram till att en sådan kod knappast vore möjlig att införa till följd av de stora olikheter mellan medlemsstaternas rättssystem, bolagslagstiftning och praxis i bolagsstyrningsfrågor i övrigt som fortfarande fanns.⁸ I stället förordades att varje medlemsstat skulle ha en egen, nationell bolagsstyrningskod, baserad på de förutsättningar som förelåg i respektive land, och att Kommissionen sedan kunde ta ut enskilda delfrågor för samordnade lösningar. Därigenom skulle man stegvis kunna uppnå den ökade harmonisering inom unionen som eftersträvades.

Detta blev också huvuddragen i den handlingsplan⁹ som Kommissionen publicerade 2003 och som därefter successivt genomförts med hjälp av en lång rad rekommendationer och direktiv för samordnad reglering av olika aspekter av bolagsstyrning inom EU. Exempel på detta är de s.k. takeover- och transparensdirektiven 2004, två rekommendationer 2004-2005 om ersättningar till ledande befattningshavare respektive oberoende ledamöter m.m. i bolagsstyrelser, direktivet om aktieägares rättigheter 2005, det nya åttonde bolagsdirektivet om revision 2006 samt ändringar till fjärde och sjunde bolagsdirektiven, de s.k. redovisning-direktiven, 2006.

Dessa regler har i Sverige i huvudsak implementerats genom Svensk kod för bolagsstyrning ("Koden") respektive lagreglering i främst aktiebolagslagen, årsredovisningslagen och, avseende takeoverdirektivet, en särskild lag om offentliga uppköpserbudanden samt genom självreglering från börsernas sida baserat på regler framtagna av dåvarande Näringslivets Börskommitté.

⁸ *Report of the High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*: Brussels, Nov. 2002: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf. Liknande slutsatser hade tidigare framförts i en studie av bolagsstyrningskoder med relevans för EU utförd av advokatfirman Weil, Gotshal & Manges LLP: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corpgov-codes-rpt-part1_en.pdf.

⁹ *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – a Plan to Move Forward* COM(2003) 284: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:EN:PDF>.

I sin ovan nämnda handlingsplan från 2003 anger Kommissionen som vägledande principer för kommande gemensam reglering att EU-fördragets subsidiaritets- och proportionalitetsprinciper ska respekteras fullt ut. Vidare anges att regleringen ska vara *flexible in application, but firm in the principles*, koncentreras till särskilt prioriterade frågor samt genomförs med öppenhet och användning av tillbörliga processer och konsultationer. Slutligen understyrks vikten av att EU utformar en egen europeisk bolagsstyrningsansats, anpassad till de traditioner inom samhälle och näringsliv som råder i unionen.¹⁰

2.2 Olika system för bolagsstyrning inom EU

Anglosaxisk bolagsstyrning

Till följd av den historiska utveckling som skisserats ovan har modern bolagsstyrning starkt präglats av amerikansk och brittisk bolagsstyrning och erfarenheter från kapitalmarknaderna i dessa länder. Särskilt den brittiska marknaden kännetecknas av en i jämförelse med flertalet andra länder långtgående spridning av ägandet i särskilt de större börsnoterade bolagen med i många fall avsaknad av någon aktieägare med större innehav än några få procent av bolagets aktievärde. Även den amerikanska marknaden har traditionellt ansetts kännetecknad av långt-gående ägarspridning, en bild som emellertid på senare tid i viss mån har börjat nyanseras.¹¹

Kraftigt spritt ägande i ett bolag leder typiskt sett till att ingen enskild ägare finner det motiverat att aktivt engagera sig i och ta ett mer långsiktigt ansvar för bolagets skötsel. Om en ägare av t.ex. fem procent av aktiekapitalet lägger ned betydande tid och kostnader på att engagera sig i skötseln av bolaget, och därigenom lyckas höja aktievärdet, kan denna ägare bara tillgodoräkna sig motsvarande andel av denna värdetillväxt medan merparten tillfaller övriga ägare (det s.k. free rider-problemet). På marknader som domineras av bolag med stor ägarspridning, i Europa främst den brittiska marknaden, riskerar detta att leda till notorisk brist på aktieägare som med ett långsiktigt perspektiv är beredda att aktivt engagera sig i styrningen de bolag de investerar i. Särskilt s.k. institutionella ägare tenderar på sådana marknader att uppträda som mer eller mindre tillfälliga

¹⁰ Ibid. sid. 4-5.

¹¹ Se Holderness, C.G.: *Blockholders Are More Common in the United States Than You Might Think*. Journal of Applied Finance, Vol. 22, No 4, Fall 2010, sid. 75-85. Vilken bild man får av ägarspridningen på en marknad beror emellertid i hög grad på hur högt man sätter gränsen för "blockholding" eller "kontrolläggande". I Holderness studie sätts denna gräns vid 5 procent ägande, medan den i andra studier har satts väsentligt högre, ofta vid 15 eller 20 procent, jfr figur 1. Det bör vidare noteras att begreppen "blockholding" och "kontrolläggande" inte är samma sak. Blockholding avser en betydande ägarandel i bolaget ifråga medan kontrolläggande avser ett innehav som leder till *de facto* kontroll av bolaget. I varje fall i nordiska och centraleuropeiska bolag räcker sällan fem procent ägande till att kontrollera bolaget.

investerare som går in i och ut ur bolagen beroende på hur man kortsiktigt ser på kursutvecklingen för bolagens aktier i förhållande till sina egna placeringsstrategier.

Som motvikt till denna brist på starka ägare tilldelar den anglosaxiska bolagsstyrningsmodellen styrelsen en synnerligen stark ställning med långtgående befogenheter att inte bara driva bolagets affärsverksamhet utan även vidta för ägarna ingripande åtgärder för att exempelvis förändra bolagets kapitalstruktur, försvåra fientliga övertaganden m.m. Vidare består den brittisk-amerikanska styrelsen av en blandning av ledande befattningshavare i bolaget (*executive directors*) och från bolaget fristående ledamöter (*non-executive directors*). Traditionellt har det ofta varit kraftig övervikt av den förra kategorin i styrelserna, men som en följd av den moderna corporate governance-utvecklingen har krav ställts på ett ökat inslag av det icke-exekutiva ledamöter.

Det är dessa förhållanden i anglosaxisk bolagsstyrning som ligger till grund för det av Jensen och Meckling beskrivna agentproblemet att skydda svaga ägare mot starka styrelser/ ledningar.

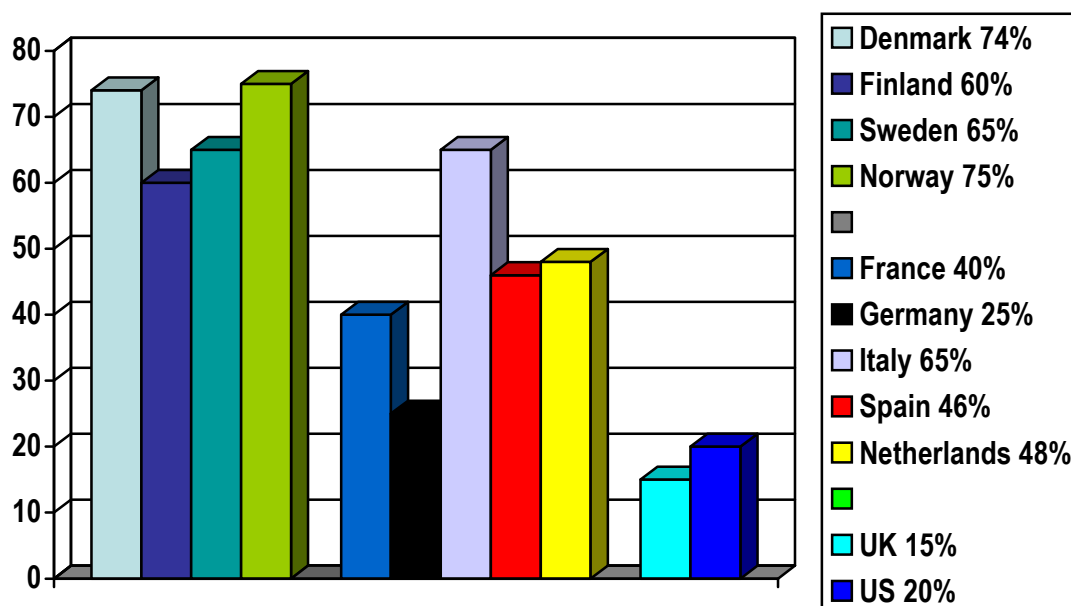
Centraleuropeisk bolagsstyrning

Bland flertalet av EU:s medlemsstater tillämpas emellertid andra former för bolagsstyrning, baserade på ägarmodeller med i allmänhet en eller ett fåtal kontrollägare som tar aktiv del i bolagets styrning och ett mer långsiktigt ägaransvar. Detta är särskilt uttalat i de nordiska länderna men karaktäriserar i varierande grad även övriga länder i Europa, se figur 1 nedan.

I stora delar av Centraleuropa, och särskilt i länder med en tysk rättstradition, dominerar det s.k. dualistiska systemet med två styrelsenivåer, en övervakande/kontrollerande (*Aufsichtsrat*) och en exekutiv styrelse (*Vorstand*). I Tyskland kännetecknas detta system vidare av bland annat:

- betydande inslag av kontrolläggande, även offentligt (vanligen delstatligt) sådant i flera större börsbolag och lokala banker,
- en i lag väl definierad roll- och ansvarsfördelning mellan bolagsstämma, övervaknings-styrelse och exekutivstyrelse som sätter klara gränser för överordnade organs rätt att fatta för underordnat organ bindande beslut (till skillnad mot det svenska systemets hierarkiska struktur, se nedan),
- en övervakningsstyrelse som i större bolag till hälften utgörs av fackliga representanter och till hälften av bolagsstämموvalda ledamöter, dock med utslagsröst för den av bolags-stämman tillsatta ordföranden,
- en exekutivstyrelse som, utöver en övergripande ansvarig ordförande (*Geschäftsführer*) består av ett antal självständigt funktionsansvariga

ledamöter som var och en utses av övervakningsstyrelsen och rapporterar direkt till denna.



Percentage of significant shareholders (> 10%) among 20 largest listed companies

Source: European Commission Study on Transparency, Ownership and Control, 2007
 EU Study: La Porta, Lopez-De-Silanes & Shleifer: Corporate Ownership around the World, 1999

Figur 1. Ägarkoncentration i större börsbolag i vissa länder

Nordisk bolagsstyrning

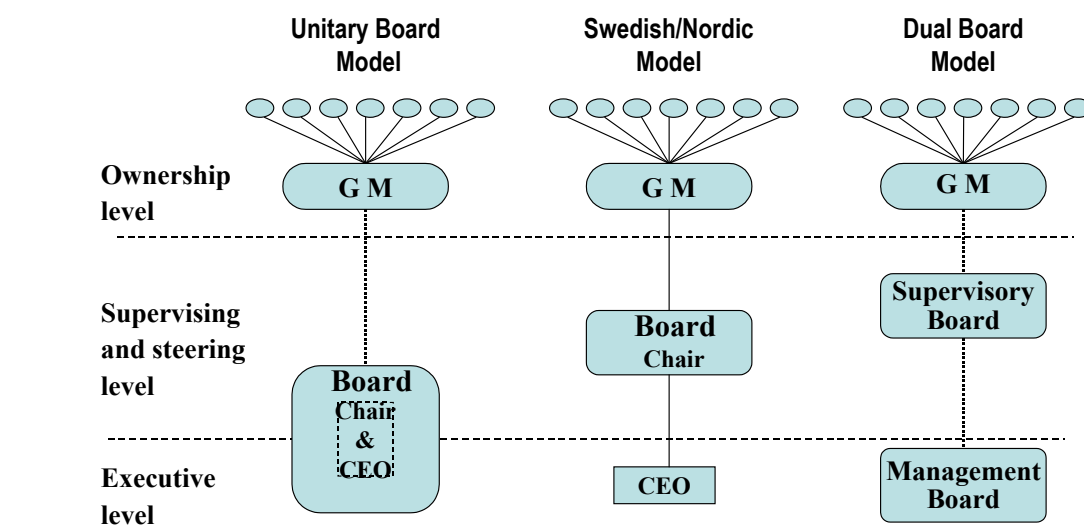
I Sverige och övriga Norden tillämpas ett tredje system som kan sägas ligga någonstans emellan de anglosaxiska och tyska/centraleuropeiska systemen. Kännetecknande för detta system jämfört med de båda ovan beskrivna är främst:

- stark ägarmakt, grundat på bland annat bolagsstämman i princip obegränsade rätt att besluta om bolagets angelägenheter, långtgående rättigheter för enskilda aktieägare samt nomineringskommittéer/valberedningar som tillsätts av och i till övervägande del bemannas av aktieägare,
- en förhållandevis stor andel aktiva, engagerade ägare - även institutionella sådana - som tar del i styrningen av bolaget, inte bara genom att utöva sina rättigheter på bolagsstämman utan även i många fall genom att ta plats i valberedningar och styrelser,

- en tydlig uppdelning av roller och ansvar mellan bolagsorganen i en strikt hierarkiskt ordnad "kommandokedja" där varje organ i princip har full beslutanderätt över närmast underställt organ,
- en samlad styrelse, som till skillnad från det anglosaxiska systemet helt eller till övervägande del utgörs av icke-exekutiva ledamöter. I Sverige och Finland får enligt respektive kod högst en person från företagsledningen ingå i styrelsen för ett börsnoterat bolag, i Danmark ingen. Andelen svenska börsbolag som använder sig av denna möjlighet minskar trendmässigt och är nu under 50 procent.¹²

I nordisk bolagsstyrning kan agentproblemet, särskilt i relation till det anglosaxiska systemet, snarast sägas handla om att skydda små aktieägare mot starka kontrollägare, även om problemet att skydda ägarkollektivet som helhet mot egenmäktiga styrelser/ledningar förvisso också föreligger i större eller mindre grad.

Den strukturella skillnaden mellan de tre modellerna sammanfattas schematiskt



av figuren nedan.

Figur 2. Olika system för bolagsstyrning inom EU.¹³

¹² *Styrelser och Revisorer 2010*: SIS Ägarservice, Stockholm 2011.

¹³ Figuren innebär en stark förenkling i pedagogiskt syfte. I realiteten finns bland EU:s medlemsstater en betydande variation av olika modeller, vilka dock i många fall kan sägas vara varianter och/eller blandformer mellan främst de tyska/centraleuropeiska och brittiska modellerna. I vissa länder, bl.a. Frankrike, kan bolagen också välja mellan två alternativa system som har stora likheter med den tyska respektive brittiska modellen.

2.3 Principiella grunder för EU-reglering av bolagsstyrning

Trots dessa betydande skillnader i system för bolagsstyrning inom unionen har EU-kommissionen valt att i huvudsak lägga den brittiska modellen till grund för sina strävanden att harmonisera regelverken för bolagsstyrning inom EU. Enkelt uttryckt innebär detta att principer och regler för bolagsstyrning, utformade för att lösa agentproblem i bolag med stark ägarspridning och som verkar i det anglosaxiska systemet, inom EU ska tillämpas på marknader med i väsentliga stycken avvikande ägarmodeller och system för bolagsstyrning. Eftersom denna reglering dessutom sker på en förhållandevis detaljerad nivå, snarare än på ett mer övergripande och principiellt plan, uppstår betydande problem när direktiv och rekommendationer från EU ska transponeras till nationell reglering i de enskilda medlemsstaterna. Detta framstår som desto mer anmärkningsvärt som Kommissionen i sin handlingsplan från 2003 uttryckte en bestämd avsikt att utforma en särskild europeisk bolagsstyrningsansats, anpassad till de traditioner inom samhälle och näringsliv som råder i unionen (se ovan sid. 6).

En särskild komplikation när det gäller att skapa en harmoniserad reglering på detta område inom EU är också de olika juridiska system och rättstraditioner som finns i medlemsstaterna. Något förenklat kan man urskilja åtminstone tre principiellt skilda rättssystem: det brittiska Common Law-systemet med till stor del prejudikatsbaserad lag, den germanska rättstraditionen som dominerar i stora delar av Centraleuropa (och som Sverige i huvudsak får anses tillhöra) samt de franska och sydeuropeiska systemen som präglas av traditionen från Code Napoléon.

I det perspektivet bygger EU-systemet snarast på en kombination av de franska och tyska rättstraditionerna med ofta ganska långtgående och detaljerad reglering. Detta kan ibland stå i konflikt med bl.a. den svenska aktiebolagslagen som, särskilt avseende bolagsstyrning, är mer principiellt uppbyggd utan detaljerade regler för exempelvis styrelsens uppgifter och ansvar. Vidare finns inom detta system knappast någon tradition av självreglering som komplement till lagstiftning av det slag som i Sverige sedan länge är en väl etablerad företeelse på detta område.

2.4 Exempel på svårigheter vid tillämpning av EU-reglering på svenska förhållanden

De ovan nämnda förhållandena leder ibland till svårigheter när det gäller att genomföra regleringar från EU i svensk lag eller självreglering. Några exempel på detta är följande:

- Krav på att minst halva antalet ledamöter i styrelsen ska vara oberoende i förhållande till större ägare. Det är ett från svensk synpunkt främmande synsätt att en huvudägare i ett bolag inte skulle ha rätt att besätta majoriteten av styrelsen med "sitt" folk. Det kan t.o.m. anses bidra till att på sikt försvåra att upprätthålla den svenska ägarmodellen.¹⁴ Det bör vidare noteras att, oavsett vilka lojaliteter en svensk styrelseledamot kan ha gentemot enskilda ägare eller ägargrupper, har ledamoten enligt ABL en ovillkorlig förpliktelse att se till bolagets bästa och behandla alla aktieägare lika. Något utrymme för att som styrelseledamot se till vissa aktieägares intresse på andra ägares bekostnad finns inte.

Att Stockholmsbörsen trots detta i slutet av 1990-talet fann det lämpligt att införa en regel om att minst två styrelseledamöter ska vara oberoende av större ägare, en regel som numera återfinns i Kodexen, är en illustration av hur svensk bolagsstyrning har anpassats till vad som ses som internationell standard på detta område. Samtidigt innebär regeln givetvis ett visst skydd för aktieägarminoriteten, och den är idag knappast ifrågasatt som standard för börs-noterade bolag. Att, enligt EU-kommissionens rekommendation, kräva att minst hälften av styrelsens ledamöter ska vara oberoende från större ägare (vilket innebär ägare av mer än tio procent av kapital eller röster) framstår dock som främmande för den svenska ägarmodellen.

- Krav på obligatoriska kommittéer inom styrelsen (styrelseutskott enligt Kodexens terminologi) för hantering av vissa frågor, främst revision, ersättningar till bolagsledningen och nominering till styrelseuppdrag. Det grundläggande motivet för dessa krav är det integritets-problem som en styrelse i det anglosaxiska systemet har i förhållande till bolagsledningen, särskilt avseende just dessa frågeområden. I en svensk styrelse finns inte detta problem i tillnärmelsevis i samma grad eftersom den helt eller till övervägande del består av icke-exekutiva ledamöter.

Däremot kan det, i synnerhet i stora styrelser och/eller styrelser för bolag med omfattande och komplex verksamhet, ofta vara en praktisk organisation av styrelsens arbete att hänskjuta vissa frågor för beredning av utskott. Detta är dock knappast en fråga som behöver regleras i vare sig kod eller lag. Krav på vissa styrelsekommittéer i regleringar från EU har därför regelmässigt gjorts frivilliga vid svensk tillämpning såtillvida att en styrelse själv kan avgöra om de frågor som avses ska hänskjutas till ett utskott eller behandlas av styrelsen som helhet.

¹⁴ Denna fråga utvecklas närmare i en aktuell skrift från Institutet för näringslivsforskning: Henrekson, M. och Jakobsson, U.: *The Swedish Corporate Control Model: Convergence, Persistence or Decline?*. IFN Policy Paper No. 857, 2011.

- Även ett styrelseutskotts uppgifter och ansvar blir delvis annorlunda i svensk tappning än i det anglosaxiska systemet. Ett svenskt styrelseutskott kan endast bestå av styrelseledamöter och endast behandla frågor inom styrelsens ansvarsområden. Styrelsen kan delegera viss beslutanderätt till ett utskott men blir ändå fullt ansvarig för dess beslut. De flesta svenska styrelseutskott ges därför i huvudsak beredande uppgifter, medan alla viktigare beslut fattas eller godkännes i efterhand av styrelsen som helhet. Därför blir det för svensk del svårt att till bokstaven implementera EU-regler som exempelvis tilldelar styrelseutskott självständigt ansvar för vissa frågor, inom eller utom styrelsens ansvarsområde, ställer särskilda krav på utskottets sammansättning och föreskriver att utskottets självständigt ska rapportera till bolagsstämman.
- Som ovan nämnts är nomineringskommittén en av de styrelsekommittéer som, med utgångspunkt i det anglosaxiska bolagsstyrningssystemet, rekommenderas i gällande EU-reglering. Att en kommitté, utsedd och helt eller till övervägande del sammansatt av styrelse-ledamöter, skulle ges långtgående inflytande över styrelsens fortsatta sammansättning är ett för svenska förhållanden främmande synsätt. Redan under tidigt 1990-tal började därför större svenska börsbolag i stället tillämpa en modell med nomineringskommittéer utsedda av bolagsstämman och till övervägande del sammansatta av företrädare för större aktieägare. När Koden tillkom kodifierades denna modell till den särskilt svenska form av valberedningar som nu gäller. Detta möttes inledningsvis med betydande ifrågasättande från många håll, både inom och utom landet, men på senare år har modellen rönt ökad internationell uppmärksamhet och uppskattning.¹⁵
- En rad punkter i EU-kommissionens rekommendation från april 2009 om ersättningar till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag, t.ex.:
 - krav på obligatoriskt ersättningsutskott (se ovan) och på att minst en ledamot i utskottet ska ha särskilt angiven kompetens (det senare ett krav som i det svenska rättssystemet skulle riskera att leda till asymmetrisk ansvarsfördelning mellan styrelsens ledamöter),
 - förbud för styrelsen (eller dess ersättningsutskott) att anlita externa rådgivare som också har uppdrag för bolaget, vilket är en praktiskt svårhanterlig regel på en liten marknad,
 - att avgångsvederlag inte ska utgå vid avsked på grund av otillfredsställande prestationer, vilket är ett vanligt skäl för en svensk styrelse att entlediga VD men som inte bör föranleda att inget avgångsvederlag kan utgå.

¹⁵ Se t.ex. *Tomorrow's Corporate Governance: Bridging the UK engagement gap through Swedish-style nomination committees*. Centre for Tomorrow's Company, London 2010.
www.tomorrowscorporategovernance.com.

3. EU:s GRÖNBOK OM BOLAGSSTYRNING I FINANSIELLA INSTITUT

Som följd av den finansiella krisen har frågorna om bolagsstyrning fått förnyad aktualitet, särskilt avseende den finansiella sektorn men även för andra typer av företag. Internationellt har en livlig diskussion förts i olika sammanhang om vilken roll svag bolagsstyrning kan ha spelat för krisens uppkomst och fortsatta förlopp, och en rad rapporter och positionspapper har publicerats som helt eller delvis behandlar frågan.

I mars 2009 utgav EU-kommissionen en s.k. kommunikation¹⁶ där man skisserade en åtgärdsplan för reformering av reglering och övervakning av de finansiella marknaderna inom EU, och där inte minst åtgärder för att stärka bolagsstyrningen i finansiella institut hade en framträdande plats. Kommissionen har därefter avgett en rad rekommendationer, grönböcker och direktiv för reglering av bolagsstyrning inom såväl den finansiella sektorn som andra delar av näringslivet. Den här aktuella grönboken är ett led i denna process. Den utgavs den 2 juni 2010 för öppen konsultation fram till den 1 september samma år. Kommissionen har därefter analyserat inkomna svar och publicerat en sammanställning av dessa.¹⁷

Grönboken inleds med en övergripande diskussion om bolagsstyrning i finansiella institut och vilken roll den kan ha spelat för uppkomsten och den fortsatta utvecklingen av den globala finansiella krisen 2008-2009. Kommissionen anför att bolagsstyrning i finansiella institut, och särskilt systemviktiga sådana, inte kan begränsas till att handla om agentproblem mellan aktieägare och styrelser/ledningarna utan att även andra gruppers intressen måste tas in i bilden, bland annat bankinsättares, försäkringstagares och pensionsförmånstagares, övriga långivares, skattebetalares samt det omgivande samhällets som helhet. På denna grund anser man att samhället har legitima skäl att vid behov gå in med mer ingripande reglering av bolagsstyrning i den finansiella sektorn än för företag i allmänhet.

Kommissionen anför vidare att det visserligen saknas belägg för att svag bolagsstyrning skulle ha varit en väsentlig delorsak till krisens uppkomst men anser att det däremot spelat en betydande roll för krisens fortsatta förlopp och konsekvenser. Man anser det därför motiverat att nu göra en genomgripande omprövning av gällande reglering av bolagsstyrning inom finanssektorn och ser grönboken som ett underlag för en breddad diskussion av dessa frågor.

¹⁶ *Communication for the spring European council – Driving European recovery*, Annex 1. COM (2009) 114 final: http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/docs/2009-market-docs/47096_communication_annex.pdf.

¹⁷ Se not 1-2, sid. 2.

Därefter görs en genomgång av potentiella bolagsstyrningsproblem inom olika delområden och man formulerar på grundval därav ett antal frågor under följande rubriker:

Styrelsens roll och sammansättning med frågor om bland annat begränsning av antal uppdrag som en ledamot får ha, skriftlig dokumentation av skyldigheter och erforderlig kompetensprofil för styrelseledamöter, krav på att anlita extern expertis för utvärdering av styrelser samt krav på inrättande av en särskild riskkommitté, dess sammansättning, rapporteringsvägar m.m.

Funktionen för riskhantering med frågor om bland annat organisatorisk ställning för (en förutsatt befintlig) befattning som Chief Risk Officer, dess kommunikation med styrelsen, rapporteringsvägar, IT-verktyg m.m.

Externa revisorer med frågor om utökad rapporteringsskyldighet till styrelsen och övervakande myndigheter vid iakttagelser om allvarliga missförhållanden och utökad granskning av riskrelaterad finansiell information.

Övervakande myndigheter med frågor om skärpt övervakning av finansiella instituts interna bolagsstyrning, inklusive hur styrelser och funktioner riskhantering fungerar, och om krav på utökad lämplighetsprövning av styrelseledamöter till att även omfatta relevant teknisk och professionell kompetens.

Aktieägare med bland annat frågor om obligatorisk tillämpning av någon form av kod för institutionella investerare och om möjliga åtgärder för att skapa incitament för aktieägare att aktivt engagera sig i styrningen av finansiella institut.

Effektiv implementering av principer för bolagsstyrning med frågor om ökat juridiskt ansvar för styrelseledamöter för att företaget tillämpar gällande principer för bolagsstyrning på ett korrekt sätt.

Ersättningar med frågor om ytterligare utökade och skärpta krav på ersättningssystemens utformning utöver de som redan införts för finansiella institut. (Dessa frågor förefaller dock inte avse specifikt den finansiella sektorn utan gälla börsnoterade bolag i allmänhet.)

Intressekonflikter med frågor om behovet av mer harmoniserade regler för hantering av intressekonflikter inom EU och hur dessa i så fall skulle kunna se ut.

I princip riktar sig Grönboken till alla delbranscher och alla storlekar och typer av företag inom den finansiella sektorn. Samtidigt konstateras att de principer för bolagsstyrning som diskuteras främst har relevans för stora finansiella institut och att en anpassning därför måste ske för att de ska kunna tillämpas effektivt på mindre institut. I vilken omfattning och på vilket sätt detta bör ske för olika delbranscher och storlekar av företag diskuteras inte närmare.

4. GENERELLA SYNPUNKTER PÅ GRÖNBOKENS INNEHÅLL

Innan de olika frågeområdena i Grönboken närmare analyseras kan det finnas skäl att på ett mer principiellt plan reflektera över vissa generella frågeställningar kring en kommande reglering som bygger på de frågor som diskuteras i Grönboken.

4.1 Vilken empirisk grund finns för behov av utökad reglering av bolagsstyrning?

EU-kommissionens utgångspunkt är som nämnts att svag bolagsstyrning har spelat en betydande roll för, om inte krisens uppkomst, så i varje fall dess fortsatta förlopp och konsekvenser. Något mer omfattande och väl underbyggt empiriskt underlag för dessa slutsatser presenteras dock inte. Snarare hänvisar man tämligen svepande till olika rapporter, debattinlägg m.m. som kom fram på ett relativt tidigt stadium under krisen. Ofta bygger dessa mer på expertbedömningar och anekdotisk evidens än på systematiska, jämförande undersökningar av hur bolagsstyrningen har bedrivits i enskilda finansiella företag – och i hela länders finanssektorer - som klarade sig olika bra genom krisen. Någon solitt evidensbaserad kunskap om detta finns knappast att tillgå ännu; det torde krävas ytterligare ett antal års forskning innan en säkrare bild framträder.

Det betyder inte att det kan uteslutas att svag bolagsstyrning i vissa fall och i vissa avseenden kan ha spelat en roll i sammanhanget. Det förefaller t.ex. rimligt att tro att ersättningssystem med kraftigt asymmetriska risk/reward-strukturer, i synnerhet kanske för befattningshavare på relativt underordnade nivåer med befogenhet att fatta beslut som ådrar institutet betydande risker, kan ha spelat en roll i sammanhanget. Det har också ifrågasatts om styrelserna i vissa finansiella institut som råkade illa ut under krisen haft tillräcklig kunskap om den bransch institutet arbetade i för att kunna matcha starka företagsledare med ofta lång bransch-erfarenhet.¹⁸ Men att bolagsstyrning generellt skulle ha varit en väsentlig drivkraft för krisens utveckling, och hur detta i så fall närmare har gått till, återstår att klarlägga. Tvärtom tyder mycket på att det i huvudsak var andra faktorer som orsakade katastrofen respektive ledde till dess snabba och globala spridning.¹⁹

¹⁸ Se t.ex. Strebel, P.: *Checks and Balance in Corporate Governance*, Kollegiet för svensk bolagsstyrning, Årsbok 2010, sid. 34-35.

¹⁹ Se t.ex. Mülbart, P.O.: *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis – Theory, Evidence, Reforms*, ECGI Law Working Paper No. 130/2009, april 2010.

Det var mot denna bakgrund som Kollegiet för svensk bolagsstyrning ("Kollegiet") i sitt remissvar i augusti 2010²⁰ framhöll att en så omfattande och långtgående ny reglering som den som skisseras i Grönboken borde grundas på ett mer evidensbaserat underlag, och att man därför borde avvakta med ytterligare reglering till dess sådant underlag föreligger. Dessa synpunkter är i allt väsentligt fortfarande giltiga.

Det vore således rimligt att begära av EU-kommissionen att presentera ett bättre underbyggt empiriskt underlag som tydligt påvisar behovet av ny reglering och att dess värde klart överstiger dess kostnader för de berörda företagen och samhället som helhet. För bara ett fåtal år sedan var ledstjärnorna för EU:s regleringsarbete *better regulation – not more regulation* och att varje ny reglering skulle underkastas strikta *cost-benefit-analyser* innan de genomfördes. Dessa principer bör fortfarande vara vägledande.

4.2 Gemensam EU-reglering bör vara principbaserad

Som tidigare framgått finns det bland EU:s medlemsstater en stor variation av bolagsrättsliga system och därtill knutna regler och traditioner för bolagsstyrning. Att detta för svensk del har lett till svårigheter när det gäller att genomföra detaljerad EU-reglering har också framgått. Det är väl känt att flera medlemsstater i EU upplever liknande problem.

Problemet har till stor del sin grund i EU-kommissionens ambition att reglera på en förhållandevis konkret och detaljerad nivå, samtidigt som detta sker med utgångspunkt från den anglosaxiska bolagsstyrningsmodellen. När detaljerade föreskrifter baserade på denna modell möter avvikande system i flertalet av EU:s medlemsstater uppstår problem som leder till att EU:s regler i många fall inte direkt kan transponeras till nationell reglering utan måste tolkas och omformuleras så att de passar in i den lokala kontexten. Detta leder i sin tur till den "spretighet" i implementeringen som påvisas i Kommissionens uppföljningar av genomförandet av EU-regleringar under senare år. Följden har blivit regleringar som visserligen ser harmoniserade ut på EU-nivå men som uppvisar stora olikheter i praktisk tillämpning i enskilda medlemsstater.

Ett belysande exempel är EU-kommissionens rekommendation från april 2009 om ersättningar till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag. Denna rekommendation har i Sverige implementerats genom en i vissa stycken genomgripande revidering av den svenska koden för bolagsstyrning. När Kollegiet grep sig an denna uppgift konstaterades att man hade få invändningar

²⁰ *Comments on the European Commission's Green Paper COM(2010)284 on corporate governance in financial institutions and remuneration policies*. Kollegiet för svensk bolagsstyrning, augusti 2010. www.bolagsstyrningskollegiet.se.

mot EU:s rekommendationer på ett principiellt plan. Däremot var det ofta svårt att införa de föreslagna reglerna exakt till bokstaven. I sådana fall valde Kollegiet att tolka och vid behov omformulera regeln så att den så långt möjligt anslöt till den avsedda andemeningen men passade in i och kunde praktiskt fungera i det svenska regelsystemet. Detta ledde till att EU-kommissionen i sin uppföljning av genomförandet i medlemsländerna av denna rekommendation²¹ kom till slutsatsen att Sverige genomfört mindre än hälften av innehållet i rekommendationen. Kollegiet har snarare uppfattningen att man på ett principiellt plan till övervägande del genomfört rekommendationen även om de konkreta lösningarna i flera fall ser något annorlunda ut.

Man kan mot denna bakgrund ställa sig frågan om det inte vore en mer fruktbar strategi för EU-kommissionen att ta den motsatta ansatsen och i stället definiera gemensamma regler på en mer övergripande, principiell nivå som ger utrymme för tolkning och tillämpning på ett sätt som fungerar i varje medlemsstat. En sådan ansats skulle ligga mer i linje med de vägledande principer man bekände sig till i handlingsplanen från 2003, se ovan sid. 6).

Sannolikt skulle en sådan ansats också göra det möjligt att ställa starkare krav på nationell implementering som verkligen uppfyller de gemensamma principerna än vad man lyckats uppnå med hittillsvarande strategi. Tolkningstvister som kan uppstå i ett sådant system skulle i sista hand kunna hänskjutas till EU-domstolen för avgörande. Mycket talar för att man därigenom skulle kunna uppnå en högre grad av harmonisering *de facto* bland EU:s medlemsstater än vad som är möjligt med nuvarande strategi.

4.3 Privat äganderätt och därtill knutet ägaransvar bör respekteras

Rätten för ägare att självständigt driva sina bolag inom av samhället uppställda gränser på det sätt de anser bäst tjäna bolagets syften är en hörnpelare i det marknadsekonomiska systemet. Till detta är knutet ett i den svenska aktiebolagslagen starkt uttalat ansvar att driva verksamheten i bolagets och alla aktieägares gemensamma intresse. Denna princip har särskild tyngd för bolag med betydande ägarspridning, som är fallet för t.ex. börsnoterade bolag - även sådana med en dominerande kontrollägare.

Om samhället, genom statsmakten, på ett alltför ingripande sätt reglerar hur ägarna ska driva sitt bolag, t.ex. genom långtgående krav på hur styrelsen ska vara sammansatt och arbeta, hur bolaget ska vara organiserat, vilken riskprofil

²¹ Se *Report on the application of Member States of the EU of the Commission 2009/385/EC Recommendation (2009 Recommendation on directors' remuneration), complementing Recommendations 2004/913/EC and 2005/162/EC as regards the regime for the remuneration of directors of listed companies:* http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/directors-remun/com-2010-285-2_en.pdf.

bolaget ska ha m.m., riskerar detta att leda till att äganderätten urholkas alltmer och att incitamenten för att ta ett genuint ägaransvar i motsvarande mån försvagas. I stället riskerar samhället att i ökad utsträckning tvingas ta på sig detta ansvar.

Att samhället sätter gränser för privata ägares rätt att fritt förfoga över sin egendom inom samhällsviktiga sektorer är inget nytt, och att sådana inskränkningar kan vara motiverade inom delar av den finansiella sektorn, i synnerhet när det gäller systemviktiga institut, är det få som ifrågasätter. Däremot är det viktigt att detta sker på sätt som ger minsta möjliga skadeverkningar på sådana fundamentala mekanismer i marknadsekonomin som entreprenörskap, innovationskraft och värdeskapande genom kalkylerat risktagande.

Det finns delar av grönboken som i det perspektivet framstår som problematiska, t.ex. flera av frågorna under General question 1 om styrelsens sammansättning, organisation och arbetssätt samt under General question 2 om hur bolagets riskhantering bör organiseras och drivas.

4.4 Självreglering bör tillåtas där väl fungerande system för detta finns

Vi har i Sverige sedan lång tid väl fungerande system för självreglering inom flera sektorer av näringslivet. Ett exempel på detta är den svenska koden för bolagsstyrning, som anger en generell norm för god bolagsstyrning i börsnoterade bolag för tillämpning enligt principen *följ eller förklara*. Erfarenheterna hittills av denna regleringsform är övervägande positiva.²²

Bolagsstyrning är ett område som lämpar sig väl för reglering enligt denna metod. Ett skäl till detta är att det är svårt, för att inte säga omöjligt, att på detta område med någon rimlig precision definiera normer som är giltiga för alla företag i alla situationer. Vad som är god bolagsstyrning kan vara mycket olika beroende på typ och storlek av företag, verksamhetens art, företagets utvecklingsfas m.m. Lag och annan tvingande reglering kan dock bara definiera en lägsta gräns för vad som är acceptabel bolagsstyrning, en "tröskel" som alla företag vid varje tillfälle måste komma över. En kod baserad på *följ eller förklara* kan däremot sätta ribban högre och definiera vad som inte bara är acceptabel utan god – till och med mycket god – bolagsstyrning, en nivå som inte alla bolag alltid kan eller har anledning att nå upp till men som anger ett mål att sträva mot. Eftersom den också snabbare och enklare än traditionell lagreglering kan anpassas till nya förutsättningar kan en sådan kod därför fungera som en drivkraft för fortlöpande förbättring av bolagsstyrningen inom ett visst område.

²² Se bl.a. Kollegiets *Årsrapport 2010*: <http://www.bolagsstyrning.se/media/48175/arsrapport2010sve.pdf>.

Lag och annan tvingande reglering måste dock tillhandahålla den grundnivå av för samhället acceptabel bolagsstyrning på vilken självreglering sedan kan bygga vidare. En väl avvägd kombination av lagstiftning och självreglering, baserad på principen *följ eller förklara*, blir därför det mest effektiva systemet för reglering av bolagsstyrning: lag och annan tvingande reglering sätter minimikraven medan koden skapar drivkrafter för bolagen att utveckla och förbättra sin bolagsstyrning utöver denna nivå. Utvecklingen inom bolagsstyrning i svenska börsnoterade bolag under senare år bär syn för sägen i det avseendet.

Grönboken diskuterar inte uttryckligen formerna för kommande regleringar av bolagsstyrning inom finanssektorn. Det har dock på senare tid från Kommissionens sida framförts starkt kritiska synpunkter på koder baserade på principen *följ eller förklara* som alltför tandlösa instrument för effektiv reglering av bolagsstyrning, och kraven på mer tvingande regler med hårdare sanktioner har ökat i omfattning. Man kan därför förvänta sig att utrymmet för denna typ av reglering kommer att vara begränsat i de regleringsinitiativ som kommer från Kommissionen på detta område.

5 KOMMENTARER PER FRÅGEOMRÅDE

I detta avsnitt kommenteras Grönbokens förslag med utgångspunkt från de åtta frågeområden som behandlas i den. I allmänhet kommenteras inte enskilda delfrågor, utan dessa diskuteras mer samlat inom ramen för respektive bredare frågeområde.

5.1 Styrelsen

Styrelsens sammansättning m.m. (Fråga 1.1 – 1.5)

Kommissionen tar här upp ett antal aspekter på styrelsens sammansättning och arbetssätt som i många fall, men inte nödvändigtvis alltid, kan anses eftersträvansvärda. Det betyder dock inte nödvändigtvis att de bör bli föremål för reglering. Som framhölls i diskussionen ovan om äganderätt och ägaransvar bör det vara ägarna förbehållet att – med därav följande ansvar – se till att deras bolag har en för sina behov lämpligt sammansatt styrelse och att den fungerar effektivt. Om samhället i större eller mindre grad tar över denna uppgift riskerar man att också få bära ansvaret i motsvarande grad. Man bör därför vara återhållsam med ingripande regleringar av detta slag. Om aktieägarna i vissa jurisdiktioner inom EU saknar tillräcklig makt och inflytande över styrelsetillsättningen för att reellt kunna utöva sitt ägaransvar är det i stället det problemet som bör åtgärdas.

Det bör understrykas att detta synsätt bygger på förutsättningen att de ägare eller representanter för ägare som har makt att tillsätta styrelsen personligen åtnjuter frukterna av om verksamheten går bra respektive bär förlusten om den går dåligt.²³ Är det inte så, vilket kan vara fallet i t.ex. offentligt ägda finansiella institut, saknas det incitament att se till att företaget sköts på bästa sätt som det marknadsekonomiska systemet bygger på. I så fall är det emellertid detta systemfel som bör åtgärdas, inte att samhället går in och övertar styrningen av företaget.

Detsamma gäller förslaget i fråga 1.5 att styrelsen ska åläggas att ta hjälp av extern expertis i viss omfattning för utvärderingen av sitt arbete. (Sådan utvärdering ska för börsnoterade bolag enligt Koden ske årligen genom "en systematisk och strukturerad process".) Även denna fråga bör lämnas till den enskilda styrelsen att avgöra. Inte heller krav på att resultatet av sådana utvärderingar ska tillställas aktieägarna, vilket i börsbolag i praktiken innebär offentliggörande, och/eller övervakande myndighet, framstår som ändamålsenligt. Det skulle sannolikt leda till väsentligt mindre innehållsrika och användbara utvärderingar. I Sverige får dock aktieägarna indirekt del av resultatet genom att det i relevanta delar ska redovisas för valberedningen.

Förslaget i fråga 1.2 att befattningarna som styrelseordförande och VD inte ska få innehåsa av samma person gäller sedan länge enligt lag i Sverige och är en starkt förankrad princip i svensk och nordisk bolagsstyrning. Det är också en ökande trend internationellt. Behov av sådan reglering torde främst föreligga i länder som tillämpar den anglosaxiska styrelsemodellen, medan den i bästa fall saknar mening i länder med s.k. dualistisk styrelsestruktur där dessa befattningar av naturliga skäl inte kan kombineras. Något problem för svensk del finns inte med en sådan reglering, men om det är motiverat på EU-nivå framstår mot denna bakgrund som tveksamt.

Hur styrelsen organiserar, bedriver och rapporterar sitt arbete (fråga 1.6 – 1.12)

Dessa frågor handlar i huvudsak om hur styrelsen ska organisera och bedriva sitt arbete avseende riskhantering. Bland annat frågas om det bör vara obligatoriskt att tillsätta ett särskilt riskutskott i styrelsen, hur detta ska vara sammansatt och rapportera samt vilken roll styrelsen bör ha när det gäller att styra, besluta och rapportera i riskrelaterade frågor.

För svensk del finns det knappast behov av att ytterligare reglera dessa frågor; i vissa föreslagna avseenden skulle det till och med kunna stå i strid med svensk

²³ Vi bortser här från att riskerna för dessa alternativa utfall kan vara mer eller mindre asymmetriska genom att ägarna normalt tillgodogör sig hela vinsten vid framgång men bär förluster bara ned till värdet av sin egen kapitalinsats. Så är dock i princip fallet för all verksamhet i aktiebolagsform, även om det blir mer uttalat när det gäller t.ex. stora, systemviktiga banker.

bolagsrätt. Som tidigare framgått har frågan om inrättande av styrelseutskott en delvis annan innebörd i svensk bolagsstyrning än i vissa andra system, och att ålägga varje styrelse att delegera vissa frågor till ett utskott vore direkt olämpligt. Man bör hålla i minnet att det också finns nackdelar med att dela upp en styrelse i delgrupper med delvis skilda uppgifter. Det bör därför lämnas till varje styrelse att själv avgöra hur den bäst organiserar sitt arbete.

Det är vidare en självklarhet enligt svensk bolagsrätt att styrelsen fullt ut ansvarar för bolagets riskpolicy, liksom och för hur riskhanteringen är organiserad och styrs, medan det är VD:s uppgift att svara för att den verkställs på ett effektivt sätt. Hur denna gränsdragning i praktiken ser ut ska enligt svensk lag tydliggöras och skriftligt dokumenteras i styrelsens arbetsordning och VD-instruktion. Någon ytterligare reglering av dessa frågor behövs inte och skulle snarare riskera att skapa minskad klarhet i en idag väl definierad ansvarsstruktur.

Att ordföranden för ett utskott enligt fråga 1.8 skulle åläggas att rapportera till bolagsstämman stämmer också dåligt med svensk bolagsrätt. Ett utskott i en svensk styrelse har ingen beslutanderätt utöver vad den fått på delegation från styrelsen, och styrelsen som helhet är ansvarig för de beslut utskottet fattar. Om man med "rapportera" avser att formellt redovisa sitt uppdrag till stämman är det således bara styrelsen som helhet som kan göra detta, och det bör lämnas till styrelsen att avgöra vem den därvid ska företrädas av (normalt är det ordföranden). Om frågan i stället avser att en viss muntlig eller skriftlig rapport alltid ska framläggas för stämman (vilket i så fall sker av styrelsen) finns självfallet inget formellt hinder för detta. Det finns dock skäl att vara återhållsam med att kräva ytterligare redovisningar på stämmorna. Svenska bolagsstämmor är redan tyngda av ett flertal redovisningar av mer formell karaktär, vilket tar tid och uppmärksamhet från de diskussioner av affärsverksamheten som bör vara kärnan i stämmoförhandlingarna.

Att, som föreslås i fråga 1.10, ålägga styrelsen i alla finansiella institut att offentligt avge en särskild "risk control declaration" framstår inte heller som välbetänkt. Om man med förslaget avser en faktisk beskrivning av hur företagets system för riskkontroll ser ut och är organiserat finns för börsnoterade företag redan ett sådant krav avseende den interna kontrollen. Särskilt för finansiella institut får detta anses innefatta även kontrollen av risker. Något behov av att utöka detta utöver vad som redan stadgas i årsredovisningslagen, Solvens II-direktivet m.m. är svårt att se. Om man däremot avser en mer långtgående deklaration, innefattande uttalanden om riskkontrollsystemets funktionalitet, skulle det stöta på problem av det slag som diskuteras nedan i avsnitt 5.2, sista stycket.

Slutligen finns i fråga 1.12 ett förslag om att styrelsen i ett finansiellt institut ska vara skyldig att rapportera till Finansinspektionen om "any risk they are aware of". Om man ska tolka frågan bokstavig framstår ett sådant krav som mycket långtgående och knappast praktiskt realiserbart. Hantering av risker, och avvägning av dem mot möjliga vinster, utgör själva kärnan av styrelsearbetet i ett finansiellt institut, och att rapportera alla sådana som kommer till styrelsens kännedom skulle stöta på stora praktiska svårigheter och dessutom lägga ett betydande ansvar på Finansinspektionen för hur denna information används.

Däremot finns i Sverige redan en skyldighet för styrelsen att informera Finansinspektionen om förhållanden som kan hota institutets stabilitet eller skyddet av dess kunders tillgångar, och det finns för svensk del knappast behov av att gå längre i det avseendet.

Ska styrelsen åläggas ansvar gentemot en bredare krets av "stakeholders"?
(fråga 1.13)

I ett inledande avsnitt av Grönboken tar Kommissionen upp en diskussion om i vad mån styrelsen för finansiella institut, särskilt systemviktiga sådana, bör åläggas ett ansvar gentemot inte bara sina ägare utan också en bredare krets av intressenter. För en bank skulle det bl.a. kunna innefatta dess insättare, övriga långgivare och även samhället i stort. Resonemanget leder fram till fråga 1.13 om en särskild "duty of care" för styrelser i finansiella institut att väga in även sådana s.k. stakeholders intressen i sitt beslutsfattande.

Det kan i förstone ligga nära till hands att sympatisera med en sådan tanke. Givetvis leder ett finansiellt instituts verksamhet till betydande risker för sådana "externa" intressentgrupper, och förvisso kan det finnas betydande diskrepans mellan deras och ägarnas syn på vilka och hur stora risker institutet ska ta. Det kan därför framstå som rimligt att förplikta en styrelse att i sitt arbete väga av dessa skilda intressen på ett sätt som framstår som optimalt ur ett helhetsperspektiv. När det gäller systemviktiga företag finns också ett legitimt samhällsintresse att värna det finansiella systemets stabilitet och skattebetalarnas pengar.

Samtidigt måste man hålla i minnet att den svenska aktiebolagslagen ålägger styrelsen ett mycket strikt och entydigt ansvar att arbeta i bolagets och dess ägares bästa intresse. När det gäller intressenter av typen kunder, leverantörer, anställda m.fl. skiljer sig frågan möjligen i viss grad men knappast i art från vad som gäller för vilket företag som helst. Självfallet är det av största vikt för en styrelse att säkerställa att dessa intressenter är nöjda med sina relationer med bolaget och vill fortsätta samarbetet på för bolaget tillfredsställande villkor. Men detta är från bolagets synpunkt medel, eller delmål, men inte slutmål för verksamheten. När dessa delmål är uppfyllda till en viss, "satisfierande", nivå

finns inte anledning att gå längre. Det övergripande målet för ett affärsdrivande företag är normalt att skapa värde för sina ägare, och det är att uppfylla det målet som bör vara ledstjärnan för styrelsens arbete.

Att ålägga styrelsen en "duty of care" även gentemot dessa intressentgrupper skulle således kräva ett förändrat synsätt i grundläggande avseenden i den svenska aktiebolagslagen. Men även bortsett från detta framstår förslaget som principiellt betänkligt. Det skulle föra in målkonflikter i styrelsens arbete som framstår som synnerligen svårhanterliga, och det skulle göra styrelseansvaret otydligt. Risker är uppenbar att ett sådant system på sikt skulle leda till styrelser med riskminimering snarare än värdeskapande som främsta ledstjärna.

Frågan är svårare när det gäller samhällsintresset i verksamheten. Särskilt gäller detta systemviktiga finansiella institut, som kan åsamka samhällsekonomin och medborgarna som skattebetalare stor skada. Problemets kärna är att det är ägarna som bestämmer riskstrategin för verksamheten, men dessa bär långt ifrån den fulla ekonomiska risken vid fallissemang. Detta riskerar att ge upphov till en grundläggande intressekonflikt mellan å ena sidan ägarna, som från sina utgångspunkter helt medvetet och rationellt väljer en viss risknivå, och å andra sidan samhället som finner denna risknivå oacceptabel.

Hur denna intressekonflikt principiellt ska lösas finns det inget enkelt svar på, i vart fall inte så länge man håller fast vid att även systemviktig finansiell verksamhet mest effektivt bedrivs i form av privatägda företag som verkar på öppna konkurrensmarknader. Att ålägga styrelserna för sådana företag ett bolagsrättsligt ansvar gentemot dubbla principaler framstår knappast som genomförbart av i princip samma skäl som de ovan nämnda. Hur skulle en styrelse i praktiken gå tillväga för att väga av ägarnas och samhällets skilda riskpreferenser mot varandra? Och vilken rättslig innebörd skulle ett sådant dubbelt ansvar i praktiken ha?

Den mer praktiskt framkomliga vägen torde i stället vara att i princip som hittills med hjälp av rörelseregler m.m. begränsa "spelplanen" för olika finansiella verksamheter på det sätt och i den utsträckning som anses erforderligt från samhällets synpunkt. Att spelplanen för banksektorns del i spåren av krisen kommer att ytterligare begränsas framgår av EU-kommissionens pågående arbete med förslag till bland annat uppbyggande av särskilda krisfonder, utökade insättningsgarantier och införande av s.k. bail-in-mekanismer. Risker i den andra änden av denna skala är givetvis att spelplanerna för olika typer av finansiell verksamhet kan bli så begränsade att det inte längre är intressant att bedriva verksamheten i privatekonomisk form. Ännu befinner vi oss dock av allt att döma inte i - eller ens nära - den situationen.

5.2 Funktionen för riskhantering (fråga 2.1 – 2.5)

Kommissionen framför här ett antal förslag som går ut på att höja riskhanteringsfunktionens status och ställning i organisationen och att säkerställa att riskfrågorna hanteras på ett bra sätt i organisationen. De hänger nära samman med några av frågorna i föregående avsnitt, särskilt fråga 1.6 – 1.9.

Rent principiellt finns inget att invända mot dessa ambitioner; med all säkerhet finns det utrymme för förbättringar på många håll i dessa avseenden. Däremot kommer man tillbaka till frågan om vad som är rimligt att reglera från samhällets sida och hur denna reglering i så fall ska se ut. Från svensk synpunkt framstår det som mycket långtgående att, på det sätt som föreslås, i detalj ange att varje finansiellt institut, oavsett storlek, ska ha en särskild "chief risk officer" (CRO), vilken organisatorisk ställning denna ska ha, hur kommunikationen mellan en sådan funktion och styrelsen ska ha och vilka IT-verktyg som behövs för detta. Dessa frågor ingår redan i en svensk styrelses ansvar, i något fall vanligen med delegering till VD, och det vore närmast kontraproduktivt att i detalj föreskriva hur styrelsen ska utöva detta ansvar.

Förslaget i fråga 2.3, att CRO-funktionen ska rapportera direkt till styrelsen, står också i direkt strid med svensk bolagsrätt, i vart fall om det ska tolkas bokstavligt. Aktiebolagslagen definierar endast en exekutiv funktion, verkställande direktören, och all formell rapportering från exekutiva funktioner till styrelsen görs av VD, medan funktioner på lägre nivå rapporterar till VD. Något utrymme för formell rapportering av funktioner underställda VD till styrelsen (eller något utskott inom styrelsen) finns inte; det skulle riskera att göra ansvarsavgränsningen mellan styrelse och VD oklar. En tvingande regel med sådan innebörd bör således avvisas från svensk sida. Däremot står det självfallet en styrelse fritt att begära föredragningar och rapporter från befattningshavare i den operativa organisationen som underlag för sitt arbete, en fråga som dock bör lämnas till varje styrelse att själv avgöra.

Slutligen finns här också ett förslag (fråga 2.5) att avkräva "executives" en försäkran om att bolagets internkontrollsystem fungerar tillfredsställande. Det är oklart exakt vilka befattningshavare som för svensk del skulle innefattas i detta begrepp. Om det avser befattningshavare underställda VD skulle en sådan regel knappast få någon bolagsrättslig verkan eftersom den enda funktionen under styrelsen med bolagsrättsligt ansvar enligt Aktiebolagslagen är VD. En försäkran från dessa befattningshavare måste således riktas till VD och får där möjligen en moralisk verkan inom ramen för VD:s administrativa ansvarsutkrävande av sina underställda tjänstemän (vilket regleras av deras anställningsavtal). Att kräva den typen av försäkringar av underställda

tjänstemän framstår som både onödigt och främmande för svenska förhållanden.

Om frågan däremot avser VD-funktionen skulle kravet fungera rent bolagsrättsligt, även om det knappast skulle få någon legal betydelse eftersom VD redan enligt lag ansvarar för internkontrollen inom ramen för ansvaret för den löpande förvaltningen. Krav på en särskild försäkran från VD skulle för svenska förhållanden snarast bli en papperstiger.

En regel med i princip samma innebörd, men avseende styrelsens bolagsstyrningsrapport, fanns också med i den ursprungliga Koden som trädde i kraft 2005. Regeln blev dock starkt ifrågasatt, främst med hänvisning till det omfattande underlag som skulle behöva tas fram för att styrelsen skulle kunna avge ett uttalande om systemets funktionalitet men också till svårigheten att till rimliga kostnader revidera ett sådant uttalande. Detta ledde till att regeln begränsades till att endast kräva en beskrivning av bolagets organisation för intern kontroll till den del den avser den finansiella rapporteringen. En regel med i huvudsak denna innebörd infördes sedan i EU:s direktiv 2006/46/EG avseende ändringar till de s.k. redovisnings-direktiven och har i Sverige implementerats inom ramen för årsredovisningslagens bestämmelser om bolagsstyrningsrapport för börsnoterade bolag. Att återinföra krav på uttalande om den interna kontrollens funktionalitet samtidigt som kravet skulle sänkas till VD-nivån (eller eventuellt ännu lägre) framstår mot den bakgrunden för svenskt vidkommande som omotiverat och olämpligt.

5.3 Externa revisorer (fråga 3.1 – 3.3)

Kommissionens frågor här gäller omfattningen av revisorns samverkan med Finansinspektionen, om och i så fall hur det kan finnas skäl att utöka revisorns skyldighet att informera styrelsen respektive Finansinspektionen om allvarliga förhållanden i ett finansiellt instituts verksamhet som framkommer i samband med revisionsarbetet och om revisionen bör fördjupas avseende riskrelaterad finansiell information.

Det generella svaret på dessa frågor, vilket också framförs av flertalet svenska yttranden om Grönboken, är att de redan är väl omhändertagna i den svenska regleringen på området och att något behov av ytterligare reglering för svensk del inte föreligger.

Beträffande frågorna 3.1 och 3.2 kan noteras att den dialog som företrädare för revisors-branschen i Sverige på senare tid fört med Finansdepartementet avseende revision inom finanssektorn tar sikte på att utveckla kommunikationen mellan revisorn, kundföretagets styrelse och Finansinspektionen ungefär i den

riktning Kommissionens frågor avser. Man talar om en "dialog" mellan dessa parter och föreslår bl.a. att revisorn snabbare än hittills ska rapportera till Finansinspektionen om iakttagelser av vissa väsentliga problem i företaget, och att revisorn ska initiera möten mellan de tre parterna för att snabbt upptäcka och åtgärda problem som uppstått. Man föreslår också att den rotation av ansvarig revisor som gäller för börsnoterade bolag utökas till att gälla alla finansiella företag. De föreslagna åtgärderna kommer att närmare utvecklas och beskrivas i Fars vägledning för revisorer.

Det förefaller således som om mycket av vad Kommissionen syftar till med dessa frågor är på väg att uppnås genom självreglering i Sverige, varför det även av det skälet saknas behov av ytterligare reglering. Samtidigt skulle det knappast innebära något stort problem för svensk del med en gemensam EU-reglering av dessa frågor, förutsatt att den inte går väsentligt längre än vad som från svensk utgångspunkt kan anses ändamålsenligt.

Beträffande fråga 3.3 konstaterade flertalet svenska remissorgan att en sådan granskning i princip redan ingår i revisorns uppgifter genom kravet på att granska att IFRS 7 tillämpats korrekt och att något behov av att utöka denna granskning knappast föreligger.

5.4 Övervakande myndigheter (fråga 4.1 – 4.2)

Dessa frågor handlar för svensk del om i vad mån Finansinspektionen borde ges ökade befogenheter att övervaka finansiella instituts interna styrning och granska styrelsens och riskhanteringsfunktionens effektivitet. Vidare frågar man om nuvarande lämplighetsprövning av ledamöter till institutens styrelser borde utökas till att även innefatta frågor om teknisk och professionell kompetens samt personliga kvaliteter.

Finansinspektionen har redan långtgående befogenheter att begära information om och granska de förhållanden i finansiella instituts skötsel som man bedömer relevanta och att utfärda de anvisningar man anser att detta ger anledning till. Samtidigt är det viktigt att Finansinspektionen tillämpar dessa befogenheter på ett väl avvägt sätt. Ju mer i detalj man går in och ger anvisningar om hur ett enskilt institut ska sköta sin interna styrning, riskhantering m.m., desto mer riskerar man att få ta över ansvaret för hur systemet fungerar.

Något behov av ytterligare reglering för att uppfylla det som avses i fråga 4.1 och 4.2 finns således knappast för svensk del, och i den mån det skulle riskera att leda till oklarheter om ansvarsfördelningen mellan Finansinspektionen och det övervakade institutets styrelse bör det avvisas.

Även när det gäller fråga 4.3, huruvida Finansinspektionens lämplighetsprövning av nya styrelseledamöter i vissa finansiella institut bör innefatta kandidatens professionella kompetens och personliga kvaliteter, uppfyller de svenska reglerna i princip redan vad som åsyftas.

En styrelses förmåga att fullgöra sina åligganden hänger dock inte bara samman med kompetensen hos varje enskild ledamot utan i väl så stor utsträckning med att styrelsen som helhet har en ändamålsenlig sammansättning av olika kompetenser och perspektiv. Vilken kompetensstruktur som är optimal skiljer sig dock både mellan olika företag över tiden för samma företag. Det är därför omöjligt att ange en generellt lämplig styrelsesammansättning för finansiella institut ens inom enskilda delbranscher.

I Sverige är detta i första hand en fråga för valberedningen, i företag där detta organ finns, att säkerställa att företaget har en från tid till annan lämplig kompetensstruktur i styrelsen. Det skulle därför kunna övervägas att ålägga alla finansiella institut över viss storlek att inrätta en formell valberedning, t.ex. enligt Kodens modell. Vidare gör Finansinspektionen redan idag en viss lämplighetsprövning även avseende styrelsens sammansättning som helhet. Möjligen skulle man kunna överväga att något förtydliga och utöka detta mandat.

5.5 Aktieägare (fråga 5.1 – 5.4)

Aktieägares förment bristande intresse av att agera som aktiva och engagerade ägare i börs-noterade bolag och ta ett långsiktigt ägaransvar för bolagen har på senare år blivit en huvudfråga i den internationella corporate governance-debatten. Särskilt gäller detta marknader med ett starkt spritt aktieäggande i börsnoterade bolag, i Europa främst representerat av Storbritannien. Som tidigare framgått leder sådana ägarstrukturer till svaga incitament för enskilda ägare att lägga ned tid och pengar på att aktivt engagera sig i skötseln av bolaget. Följden blir att principalen/ägaren i principal-agent-modellen är nästan frånvarande och lämnar agenten/styrelsen och bolagsledningen stort spelrum som dessa kan utnyttja för egna syften.

På marknader som domineras av den s.k. kontrollägarmodellen, där Sverige liksom i varierande grad flertalet länder i EU ingår, ser det av naturliga skäl annorlunda ut. Kontrollägare har i allmänhet ett starkt ägarengagemang som tar sig uttryck i ett aktivt utövande av ägarrollen på bolagsstämmor, fortlöpande kontakter med bolagets ledning och i många fall även att ta plats i styrelser och, i förekommande fall, valberedningar. Även på många sådana marknader finns dock en växande kritik mot att de institutionella ägarna är alltför passiva och kortsiktiga i sin ägarroll.

Detta har lett till krav på särskilda koder för främst institutionella ägare, där dessa åläggs att bl.a. offentliggöra sin policy för utövande av ägarrollen, aktivt delta i och rösta på stämmorna och offentligt redovisa hur detta har skett, samt att över huvud taget engagera sig i skötseln av de bolag de investerat i. Den nya brittiska *Stewardship Code*²⁴ är ett exempel på detta, och mycket talar för att denna kod kommer att tjäna som förebild för liknande koder i flera EU-länder och/eller en gemensam EU-reglering på detta område.²⁵

För svensk del skulle en sådan utveckling knappast innebära några stora problem. Som framgår av en artikel i Kollegiets Årsrapport 2010²⁶ finns redan frivilliga liknande regelverk på den svenska marknaden,²⁷ och de flesta större svenska institutioner torde redan uppfylla flertalet punkter i den nya brittiska koden. Däremot kan det leda till svårigheter om separata sådana koder skulle införas i varje medlemsstat, särskilt för institutioner med brett internationella investeringsstrategier, vilka då kan komma att tvingas sätta sig in i och anpassa sig till olika koder för varje land som de väljer att investera i.

Vidare får en eventuell EU-kod på detta område inte ställa orimligt långtgående krav på att institutioner ska delta i bolagsstämmor och på andra sätt vara aktiva som ägare på marknader som de inte har tillräcklig kunskap om eller i bolag där de har mycket små innehav. Det är praktiskt och ekonomiskt omöjligt för en institutionell ägare att i detalj känna till lagstiftning och praxis för bolagsstyrning på alla marknader där de investerar. I stället riskerar man att bli alltför beroende av s.k. proxy advisors och andra mellanhänder, för vilket bl.a. erfarenheterna från svenska bolagsstämmor under senare år är avskräckande. I praktiken torde möjligheten att som institutionell investerare utöva ägarrollen på ett fullt professionellt sätt i huvudsak begränsas till de marknader som man i någon mening ser som sin(a) hemmamarknad(er) och för rimligt stora innehav.

5.6 Effektiv implementering av principer för bolagsstyrning (fråga 6.1 – 6.2)

Kommissionens frågor i detta avsnitt gäller dels om det finns behov av att stärka styrelse-ledamöters juridiska ansvar generellt, dels om det finns skäl och möjlighet att införa ett inom EU harmoniserat civil- och straffrättsligt ansvar hos

²⁴ *Stewardship Code for Institutional Investors*, Financial Reporting Council 2010:

<http://www.frc.org.uk/images/uploaded/documents/UK%20Stewardship%20Code%20July%2020103.pdf>

²⁵ Ett försök i den riktningen utgör *The EFAMA Code for External Governance*, publicerad maj 2011 av European Fund and Asset Management Association:

http://www.efama.org/index.php?option=com_docman&task=cat_view&gid=53&Itemid=-99.

²⁶ Hessius, K.: *Behövs en svensk ägarkod?* Årsrapport 2010 för Kollegiet för svensk bolagsstyrning, sid. 28-32: www.bolagsstyrningskollegiet.se.

²⁷ T.ex. *Svensk kod för fondbolag*. Fondbolagens Förening 2010:

<http://www.fondbolagen.se/sv/Juridik/Riktlinjer/Svensk-kod-for-fondbolag>.

styrelsen för att gällande principer för bolagsstyrning tillämpas på ett korrekt sätt.

Till den första frågan kan sägas att en svensk styrelseledamots syssломannaansvar för hur uppdraget utförs redan är mycket långtgående, och det saknas skäl för att ytterligare skärpa det.²⁸ Att, som möjligen kan förespegla Kommissionen, försöka förtydliga styrelseansvaret genom att specificera det mer i detalj vore för svenskt vidkommande också olämpligt. Den svenska aktiebolagslagen definierar styrelsens ansvar i mycket övergripande termer, vilket leder till att "allt ingår och inget är glömt". Att i ett sådant system närmare försöka specificera innehållet i detta ansvar riskerar att skapa otydlighet och uppamma till att söka luckor i regelverket. Sådana förslag bör därför avvisas från svensk sida.

Även tanken på ett utökat civil- och straffrättsligt ansvar för att gällande principer för bolagsstyrning tillämpas på ett korrekt sätt bör avvisas. Det civilrättsliga ansvaret täcks av styrelseledamotens ansvar som syssloman för aktieägarna enligt föregående punkt, och att införa längre gående straffansvar än vad som redan finns i gällande lagstiftning framstår som både onödigt och direkt kontraproduktivt. Bortsett från svårigheterna att införa någon enhetlig sådan reglering med tanke på de skilda rättsliga system och traditioner som finns inom EU skulle det ytterligare försvåra att tillsätta styrelserna med de mest kvalificerade personerna och med stor sannolikhet också leda till en väsentlig höjning av styrelsearvodena.

5.7 Ersättningar (fråga 7.1 – 7.6)

Det anges i Grönboken att detta avsnitt gäller börsnoterade bolag, men det framgår inte om man därmed menar sådana bolag enbart inom den finansiella sektorn eller börsnoterade bolag generellt.

För båda kategorierna har emellertid nya regler för ersättningar trätt i kraft sedan bara ett drygt år tillbaka. Detta grundar sig på ovan nämnda rekommendationer från Kommissionen i april 2009 avseende ersättningar inom den finansiella sektorn respektive ersättningar till ledande befattningshavare i börsnoterade bolag. Den förstnämnda har implementerats genom det nya kapitaltäckningsdirektivet från 2010-11-24, medan rekommendationen avseende börsnoterade bolag i allmänhet har implementerats genom den

²⁸ Problemet för svensk del är snarare rättsapparatusens svårighet att i praktiken utkräva detta ansvar, bland annat till följd av den långa tidsutdräkten för att få ett mål prövat i svensk allmän domstol och därtill hörande bevis- och preskriptionsproblem. Detta har lett till att vi i Sverige endast har ett fåtal fällande domar i skadeståndsmål mot styrelseledamöter som skulle kunna förtydliga ansvarets konkreta innebörd.

senaste revideringen av Koden. Den senare trädde i kraft 2010-02-01 med övergångsregler som innebär att vissa regler inte behöver tillämpas förrän 2010-07-01. På båda områdena blir 2011 således det första året med full tillämpning av de nya reglerna.

Man bör mot denna bakgrund nu stanna upp och ge de regler som just införts tid att verka och bli ordentligt utvärderade innan ytterligare reglering övervägs på detta område.

Fråga 7.6 är snarast av politisk art och saknar relevans från bolagsstyrnings-synpunkt, varför den här inte kommenteras närmare.

5.8 Intressekonflikter (fråga 8.1 – 8.2)

Intressekonflikter av en rad olika slag uppstår i all finansiell verksamhet, från situationer med s.k. närståendetransaktioner som kan förekomma i alla typer av företag till för finanssektorn mer specifika konfliktsituationer. De senare kan t.ex. gälla en banktjänsteman som har rollen som placeringsrådgivare samtidigt som han/hon ska marknadsföra bankens produkter, när en formellt fristående försäkringsmäklare har dolda provisionsavtal med vissa försäkringsgivare eller mellan corporate finance- och analysavdelningarna i en investmentbank. Vilka intressekonflikter som är mest förekommande och allvarliga skiljer sig också i hög grad mellan olika delar av finanssektorn.

Det går således inte att förhindra att intressekonflikter uppstår i finansiell verksamhet; det viktiga är att identifiera och hantera de konflikter som finns på ett klokt sätt. Vi har i Sverige, liksom sannolikt i varierande grad i övriga medlemsstater i EU, ett omfattande regelverk för hantering av risker i den finansiella sektorn, delvis baserat på självreglering. Därutöver har den svenska Finansinspektionen befogenhet att, när den så finner befogat, gå in och närmare granska olika företeelser och utfärda de anvisningar den finner befogade med anledning därav.

Detta är en väl fungerande ordning, och något behov av ytterligare reglering från EU:s sida finns för svensk del inte. Det torde också bli mycket svårt att skapa gemensamma regelverk på EU-nivå på den detaljnivå som ofta krävs inom detta område samtidigt som förhållandena skiljer sig väsentligt mellan olika länder inom EU. Möjligen kan man tänka sig ett EU-gemensamt ramverk för sådan reglering på en mer övergripande och principiell nivå. Det skulle knappast finnas skäl för Sverige att motsätta sig ett sådant initiativ från EU:s sida.

6 SLUTSATSER

Diskussionen i detta avsnitt tar främst sikte på tänkbara förslag till reglering av bolagsstyrning inom de delar av finanssektorn som berörs av det nya kapitaltäckningsdirektiv som förväntas utges i juli 2011 gällande banker och andra kreditinstitut. För andra delbranscher införs delar av Grönbokens förslag i annan ordning, t.ex. Solvens II- och UCITS-direktiven. Beträffande försäkringsområdet torde den rimliga ståndpunkten från svensk sida vara att någon ytterligare reglering utöver den som är på väg inom ramen för Solvens II tills vidare inte bör aktualiseras.

Föremålet för diskussionen är således hypotetiska regleringsförslag som Kommissionen kan antas komma med baserat på de frågor som tas upp i Grönboken och övrigt underlagsmaterial till denna rapport. Det är givetvis möjligt att förslagen, när de kommer, visar sig vara mindre långgående eller ha en annan innebörd än vad som här antagits, varvid slutsatserna nedan blir i motsvarande mån mindre relevanta. Vidare är frågorna i Grönboken i många fall formulerade på ett så öppet sätt att det är svårt att förutse vilka konkreta förslag de kan komma att ge upphov till. I sådana fall har ett slags "worst case scenario" tillämpats så till vida att den reglering en viss fråga leder till har antagits vara det för svensk del mest problematiska av rimligen tänkbara alternativ. Syftet med detta är att hellre ta upp ett problem för mycket än för lite till belysning.

På ett grundläggande plan kan man överväga två alternativa förhållningssätt från svensk sida till ett kommande regleringsförslag. Det ena är att avvisa eller i grunden ifrågasätta förslaget som helhet. Det andra är att acceptera det i princip men utvärdera och ta ställning till de enskilda delförslagen inom denna ram. Dessa alternativ behandlas var för sig nedan.

6.1 Ska Sverige avvisa eller i grunden ifrågasätta hela regleringsförslaget?

Ett sådant förhållningssätt kan synas långtgående men framstår mot bakgrund av vad som framkommit tidigare i rapporten inte som sakligt omotiverat.²⁹ Skälen till detta är främst följande:

- Förslaget är empiriskt svagt underbyggt, både när det gäller att påvisa behovet av en utökad reglering som sådant och vari detta behov närmare bestämt skulle bestå. Inte heller redovisas några konsekvensanalyser för att visa att nyttan med den föreslagna regleringen uppväger dess kostnader för de berörda företagen, den europeiska finansindustrin och samhällsekonomin i EU:s medlemsstater som helhet.

²⁹ Vi bortser här från alla politiska överväganden om det lämpliga eller realistiska i att från svensk sida driva en sådan linje och behandlar frågan uteslutande på sakliga grunder.

Det är en rimlig begäran att förslag till så väsentligt utökad reglering som de Grönboken ger anledning att vänta sig byggs under med mer evidensbaserad kunskap i båda dessa avseenden. Det kan också ifrågasättas om det är så brådskande att införa ny reglering att man inte först kan inrikta sig på att skaffa sig bättre kunskap om i vilka avseenden bolagsstyrningen behöver förbättras inom olika delar av den finansiella sektorn för att sedan kunna utforma den reglering som behövs med större träffsäkerhet.

- Vidare bör EU-gemensam reglering på detta område definieras på ett mer principiellt plan än vad som hittills skett och vad man förefaller ha i åtanke i Grönboken. En sådan ansats skulle ge bättre möjligheter att anpassa tillämpningen av de gemensamma principerna till varje lands särskilda förutsättningar samtidigt som kraven på att de nationella reglerna verkligen uppfyller principerna skulle kunna ställas hårdare än idag. Den skulle också ligga mer i linje med den subsidiaritetsprincip som ska vara vägledande för lagstiftningsarbetet inom unionen och som Kommissionen uttryckligen bekänner sig till i sin handlingsplan från 2003.

Mycket talar för att en sådan strategi i det långa loppet skulle leda till effektivare reglering och mer harmoniserad praxis för bolagsstyrning inom EU än de hittills tillämpade försöken att få detaljerad reglering att genomföras och tillämpas på ett likartat sätt i alla medlemsstater.

- För det tredje bör en gemensam EU-reglering på detta område, inte minst med hänvisning till den proportionalitetsprincip som också är en hörnsten i EU-fördraget, vara tillräckligt flexibel för att i praktisk tillämpning kunna anpassas till de många olika typer och storlekar av företag som berörs av regleringen. Det är självklart att t.ex. regler om styrelsens sammansättning, riskutskott i styrelsen och krav på en särskild befattning som "chief risk officer" måste kunna tillämpas på annat sätt i ett litet fåmansägt värdepappersbolag än i stora, börsnoterade banker.

Ett effektivt och väl beprövat sätt att tillgodose detta är att ge möjlighet till nationell implementering genom självreglering med tillämpning av principen *följ eller förklara*. Det vore rimligt att från svensk sida ställa bestämda krav på att en reglering på detta område lämnar utrymme för nationell tillämpning enligt dessa principer.

6.2 Hur bör Sverige förhålla sig till olika delförslag i en kommande reglering?

Om man från svensk sida väljer att inte ifrågasätta en kommande reglering som helhet kan det självfallet ändå finnas skäl att förhålla sig på olika sätt till enskilda delförslag inom denna helhet. Det kan därvid vara lämpligt att skilja mellan å ena

sidan regelförslag som man från svensk sida kan se positivt på, eller som i varje fall inte skulle orsaka större problem, och å andra sidan sådana som man kan ha anledning att ställa sig mer avvisande till. Ett försök att grovt sortera in olika tänkbara regelförslag enligt ett sådant synsätt följer nedan.

Förslag som Sverige kan stödja eller åtminstone förhålla sig neutralt till

- Att förbjuda att befattningarna som VD och styrelseordförande innehas av samma person är självfallet oproblematiskt för svenska publika bolag eftersom det redan gäller för dem enligt lag. Motiven för regeln är att undvika en alltför stor koncentration av makt i ledningen för bolag med spritt ägande och att upprätthålla den tydliga ansvarsfördelning mellan styrelse och VD som svensk bolagsrätt föreskriver. Dessa motiv har ingen stor tyngd i ett litet fåmansägt företag, men om man från EU:s sida skulle komma fram till att en sådan regel bör tillämpas bredare inom finanssektorn finns knappast skäl att från svensk sida motsätta sig det. Det är kutym även i privata företag i Sverige att dessa befattningar personmässigt hålls isär. Å andra sidan kan det ifrågasättas om det är nödvändigt, eller särskilt meningsfullt, att reglera denna fråga på EU-nivå.
- Beträffande frågan om en offentlig rapport om företagets riskkontroll (fråga 1.10) kan detta, som framhållits ovan, för börsnoterade företag anses tillgodosett genom den rapport om intern kontroll som enligt lag ska ingå i den årliga bolagsstyrningsrapporten. I den mån det skulle anses angeläget att vidga detta till att omfatta även vissa större icke börsnoterade finansiella institut torde det för svensk del inte innebära några stora problem. Däremot är det viktigt att kravet på rapportering inte drivs dithän att företaget tvingas avslöja viktiga affärshemligheter – vilket å andra sidan leder till att informationsvärdet av denna typ av rapporter sannolikt blir tämligen begränsat.
- Förslag om att utveckla kommunikationen mellan revisorn, styrelsen för kundföretaget och Finansinspektionen finns det anledning att se positivt på så länge det inte drivs så långt att ansvarsfördelningen mellan organen riskerar att bli oklar.
- Även eventuella förslag avseende innehållet i Finansinspektionens lämplighetsprövning av enskilda styrelseledamöter i finansiella företag kan ses på liknande sätt. Här skulle man möjligen kunna överväga att förtydliga eller utvidga Finansinspektionens granskning till att vid prövning av nya ledamöter även innefatta en granskning av styrelsens kompetens-struktur som helhet. (Någon fråga i den riktningen finns dock inte i Grönboken.)
- Sverige har knappast skäl att motsätta sig krav på nationella koder för institutionella ägare i EU:s medlemsstater, förutsatt att en sådan för svensk

del kan utformas på en rimligt principiell nivå, bygga på principen följ eller förklara och ha tyngdpunkten på transparens snarare än på tvingande föreskrifter om hur institutionen ska utöva sin ägarroll. Vidare får inte orealistiskt långtgående krav ställas på aktivt utövande av ägarrollen på marknader som institutionen har bristfällig kunskap om eller avseende alltför små innehav. Det kan också finnas anledning att överväga möjligheten och värdet av en gemensam sådan kod inom EU.

- Inte heller finns något att invända mot tanken i fråga 5.3 att förbättra möjligheterna att identifiera aktieägare i syfte att underlätta för samverkan i ägarrollen och försvåra s.k. empty voting. Ingen av dessa frågor är något problem för svensk del, men det finns knappast skäl att motsätta sig lösningar på europeisk nivå.
- I den mån det finns väsentliga olikheter mellan EU:s medlemsstater när det gäller regler för hantering av intressekonflikter inom finanssektorn finns det för svensk del knappast skäl att motsätta sig ett övergripande, principiellt hållet ramverk för sådan reglering inom EU. Försök till detaljreglering på detta område torde dock stöta på stora praktiska svårigheter och bör avvisas från svensk sida.

Förslag som från svensk sida bör avvisas eller i vart fall starkt ifrågasättas

- I stort sett hela frågebatteriet 1.1 – 1.13, med undantag för fråga 1.2 (se första punktsatsen i föregående avsnitt) kan tänkas leda till regelförslag om är mer eller mindre problematiska från svensk synpunkt. De kan delas in i fyra huvudgrupper enligt nedan.
 - a) Frågorna 1.1 och 1.3-1.5 behandlar styrelsens sammansättning och, beträffande 1.5, formerna för utvärderingen av dess arbete. Som framgått tidigare i rapporten är detta frågor som i princip bör lämnas till företagets ägare att svara för.

Att det för finansiella institut, särskilt systemviktiga sådana, samtidigt är befogat att samhället har ett inflytande på styrelsens sammansättning är redan omhändertaget genom Finansinspektionens lämplighetsprövning av nya ledamöter (se fjärde punkt-satsen i föregående avsnitt). Beträffande styrelseutvärdering har Finansinspektionen vittgående befogenhet att begära in den information man anser sig behöva. Att kräva att denna information offentliggörs kan däremot, av skäl som utvecklas på sid.21, snarast riskera att bli kontraproduktivt.

Hur allvarligt man ska se på eventuella förslag i dessa frågor beror dock på hur långtgående de är och hur de är utformade. Allmänt hållna råd och förmaningar utan skarpa förpliktelser är naturligtvis tämligen harmlösa. Å

andra sidan bör man inte bortse från att överflödiga ”pekpinnar” och rena självklarheter också kan ha negativa effekter genom att sänka legitimiteten och respekten för de regelverk där de ingår.

- b) Frågorna 1.6 – 1.9 samt 1.11 handlar om vissa aspekter av hur styrelsen organiserar och utför sitt arbete. Även här finns det anledning att för svensk del förhålla sig kritisk till i varje fall en mer detaljerad och ingripande reglering i de riktningar Grönbokens frågor antyder. I några fall skulle dessa kunna stå i direkt strid med svensk bolagsstyrning (t.ex. fråga 1.8, i vart fall bokstavligt tolkad). I andra fall gäller det frågor som en svensk styrelse självständigt bör ansvara för med i princip samma motivering som i föregående punkt. Man bör hålla i minnet att det ytterst är ägarna som ansvarar för att styrelsen fungerar effektivt och att dessa enligt svensk lag, utan närmare motivering och med mycket kort varsel, kan avsätta hela styrelsen om de inte anser att den sköter sitt uppdrag väl (vilket inte är fallet i alla jurisdiktioner inom EU).

Som helhet finns därför för svensk del knappast behov av reglering av någon av dessa frågor, och i vissa fall vore det direkt olämpligt. Även här blir det dock sist och slutligen en fråga om hur långtgående och ingripande eventuella regler blir.

- c) Om fråga 1.12 ska tolkas bokstavligt vore ett krav enligt frågans innebörd orimligt och praktiskt ogenomförbart av skäl som utvecklas på sid.23. Om den däremot begränsas till att gälla väsentliga risker för att företaget inte ska kunna uppfylla sina åtaganden för kunder m.m. täcks den redan av gällande regler från Finansinspektionen. Väsentligt längre gående krav på rapportering skulle riskera att överföra ansvar till Finansinspektionen i en omfattning som vore principiellt olämplig.
- d) Av skäl som utvecklas på sid. 23-24 bör en eventuell reglering med innebörd enligt fråga 1.13 aviseras från svensk sida.
- Även frågorna 2.1 – 2.5 behandlar frågor som enligt svensk bolagsstyrning styrelsen – och i något fall VD – självständigt ansvarar för. I huvudsak kan man därför se på dem på liknande sätt som på frågorna 1.6 – 1.9 i föregående punkt. En reglering i enlighet med frågornas formulering i Grönboken vore för svenskt vidkommande olämplig, och i något fall direkt felaktig. Mer allmänt hållna råd och anvisningar skulle dock inte innebära några stora problem utöver att addera en regelmängd med liten eller ingen substantiell innebörd.
 - Det finns för svensk del knappast behov av ytterligare reglering av Finansinspektionens befogenheter att övervaka och vid behov ingripa i finansiella företags skötsel på det sätt som aktualiseras i fråga 3.1-3.3. Som framhållits i avsnitt 5.4 finns det också nackdelar med att i ett principiellt

definierat mandat, som är fallet för Finansinspektionen, gå in och detaljspecificera ett antal deluppgifter. Bl.a. riskerar det att göra ansvarsfördelningen mellan företagets styrelse och Finansinspektionen oklar och att Finansinspektionen i realiteten tvingas överta en del av det ansvar som enligt svensk bolagsstyrning åvilar styrelsen och ytterst företagets ägare.

- Av skäl som redovisas på sid. 29-30 bör förslag till utökat juridiskt ansvar för styrelseledamöter enligt fråga 6.1 – 6.2 avvisas för svensk del.
- Någon ytterligare reglering av ersättningar, som diskuteras i fråga 7.1 – 7.5, bör inte aktualiseras innan redan införda regler fått tid att verka och hunnit utvärderas.