

# En svensk kod för bolagsstyrning

I april överlämnade Förtroendekommisionen sitt betänkande *Näringslivet och förtroendet*, SOU (2004:47). Kommissionen tillsattes hösten 2002 för att granska olika former av förtroendeskadliga företeelser inom näringslivet, såsom av höga ersättningsnivåer, olämpliga ersättningsystem och oklara roll- och ansvarsgränser mellan företag och aktieägare. Kommissionens uppdrag var att analysera behovet av åtgärder som säkerställer förtroendet för det svenska näringslivet. I samarbete med ett antal organisationer inom näringslivet utarbetades inom ramen för kommissionens arbete en kod för bolagsstyrning (*Svensk kod för bolagsstyrning*, SOU 2004:46).

Innan vi övergår till att diskutera den nya koden för bolagsstyrning, finns det anledning till att beröra vad termen förtroende rimligen kan ges för innebörd i detta sammanhang. Ett sätt att beskriva termen operationellt hänseende är. Graden av förtroende betingas av i vilken utsträckning en aktör A kan räkna med att andra aktörer N kommer att följa vissa normer (implicita eller explicita) när deras handlingar har betydelse för A:s egna val och de handlingar A vidtar måste utföras innan han vet eller kan kontrollera hur N kommer att agera. Att det finns samband mellan förtroendet för näringslivet och dess funktionsförmåga är ovedersägligt. Den exakta beskaffenheten av dessa samband är däremot en synnerligen komplicerad fråga och det är också en öppen fråga hur normbildning sker och varför vissa normer etableras och andra inte.

I den utsträckning näringslivets aktörer konsekvent följer vissa normer antas detta skapa ett förtroende också för den enskilde aktören. Ett centralt mål med normbildning är således att vidmakthålla och helst öka detta förtroendekapital. Anledningen till att staten ingriper med offentliga regleringar, eller privata institutioner med självreglering, är att man anser att det finns ett positivt samband mellan normbildning och förtroendekapitalets storlek samt att vissa företag på marknaden inte själva förmår uppnå den beteendestandard som krävs. Noterbart är att målsättningen med bolagsstyrningskoden tycks sträcka sig längre än vad som kan konkretiseras i form av lagstiftning och inbegriper även etablerandet av sociala normer.

En konkret – hittills den enda – manifestation av kommissionens arbete är koden för bolagsstyrning. Koden innebär ett ovanligt resultat av ett statligt utredningsarbete, nämligen att kommissionens normativa utgångspunkt bytt fot. Plötsligt är det inte längre fråga om att föreslå ny lagstiftning inom den sedvanliga konstitutionella ramen ("lagkedjan"). I stället vänds blicken mot marknadens aktörer med uttalade förväntningar om

aktiv medverkan för att utforma självreglering enligt mönstret ”följ eller förklara”. Under hösten 2004 inbjuds till ett omfattande och brett upplagt remissförfarande. Målsättningen är att en bolagsstyrningskod skall träda i kraft i början av år 2005.

Självreglering är en omdiskuterad form för normbildning. De potentiella fördelarna med självreglering brukar vanligen sägas vara följande: Genom denna regleringsform kan de aktörer som har det bästa institutionella kunnandet tillgodoföra detta till marknaden. Dessa institutioner har genom sin insyn möjlighet att formulera mål och anvisa former för att uppnå dessa mål. En annan fördel är den flexibilitet som självreglerande organ har jämfört med myndigheter att förändra och anpassa regleringarna. Innovationskraften på regleringsområdet löper risk att försvagas om all reglering skall ske genom myndighetsinitiativ. Ytterligare en fördel är att marknadsaktörer själva kan finansiera regelsystemet, vilket innebär att de som drar nytta av regleringarna, också får betala för normbildningen.

Självreglering har också potentiella nackdelar. Ett tämligen uppenbart problem är att den kräver intensiv övervakning av konkurrensmyndigheter eftersom den kan skapa hinder för nya aktörer att få tillträde till vissa marknadssegment. Kritik kan också riktas mot självreglering för dess tendens att koncentrera makt till vissa privata institutioner utan att dessa kan hållas ansvariga enligt sedvanliga konstitutionella mönster för rättssäkerhet och möjlighet till insyn. Om svensk lagstiftning tillkommer efter omfattande förankringsprocesser bland olika intresseorganisationer, är det uppenbart att självreglering i än högre grad måste anpassas till de dominerande aktörernas intressen. En nackdel kan därför vara att normbildningen blir kompromissbetonad och oklar. Detta kan i sin tur leda till misstankar om att självregleringen bara är ett spel för gallerierna och leda till att förtroendet undermineras ytterligare. Självreglering kan alltså knappast utgöra en progressiv kraft i ett reformarbete.

Även om kodens tillkomst uppvisar lätt impressionistiska drag passar den väl in i den etablerade ordningen för självreglering. Dessutom är dess innehåll och syftning i linje med den europeiska utvecklingen beträffande innehåll och syftning. Flera europeiska länder har löpt i samma stråk och infört bolagsstyrningskoder av liknande slag. Senast i raden är Tyskland och Holland. Denna konvergens är också i linje med vad man från EU-kommissionens sida eftersträvar enligt den handlingsplan för bolagsstyrning från i fjol och det planerade inrättandet av ett European Corporate Governance Forum. Handlingsplanen är en reaktion på de finansiella skandalerna kring Enron, Worldcom, Ahold och Parmalat, men är också ett uttalat led i ambitionen att öka effektiviteten hos riskkapitalmarknaderna inom EU. Välskötta företag som följer etablerade principer om bolagsstyrning antas ha en konkurrensfördel. Vad kommissionens kodgrupp lagt fram är alltså något som förr eller senare hade kommit. Förmodligen kommer den version, som fastställs efter remiss- och debattomgången, att få relativt kort

livslängd. Det förefaller dock ligga i utvecklingens logik att konvergensen fortgår mot en för EU gemensam kod.

Den föreslagna koden är påfallande inriktad på förhållandet mellan företagsledare och aktieägare, dvs kodgruppen har tagit sin utgångspunkt i ett tämligen etablerat ekonomiskt perspektiv där aktiebolaget är ett instrument för aktieägare att maximera avkastningen på sitt satsade kapital. Senare tids analys av bolagsstyrningsproblem fäster emellertid allt större uppmärksamhet vid om denna utgångspunkt är möjlig att konsekvent vidmakthålla och pekar på att ett mer intressentorienterat synsätt (olika s k stakeholder-modeller) kan vara mera fruktbart. Kodgruppen gör avgränsningen så att förhållandet till alla andra intressenter än aktieägare huvudsakligen faller under ledningens operativa ansvar. Detta förefaller en aning inskränkt om syftet varit att stärka förtroendet för det ”svenska näringslivet”. I den vetenskapliga debatten om dessa frågor betonas ofta att det kan krävas andra redskap än styrningskoder för bolagen för att lösa intressekonflikten.

Svensk självreglering har av tradition tagit starka intryck av utvecklingen i England. Kodgruppens arbete är inget undantag. Ibland har dessa influenser varit lyckosamma. På den engelska marknaden för företagskontroll finns mångfacetterade inslag av bolagsstyrning. Detta gäller inte, tvärt emot vad kodgruppen tycks förutsätta, på den svenska marknaden. Hos oss genomförs övertaganden normalt i samförstånd med den existerande ledningen och bolagets kontrollägare. Det handlar alltså inte om en mekanism där placerare som anser att ett företag borde kunna skötas bättre, tar över bolaget och avsätter den befintliga ledningen mot dess vilja. Den som kontrollerar företaget kan naturligtvis alltid blockera övertagsförsök hur effektivitetsförbättrande dessa än må vara. För att de skall kunna genomföras krävs att kontrollägaren – inte nödvändigtvis aktieägarna som kollektiv – uppfattar att det finns tydliga fördelar med förvärvet. Det är därför värt att återigen understryka det problematiska i att utgå ifrån en problemdefinition knuten till ägarintresset och undvika att basera sin analys på ett bredare och mer generellt intressentperspektiv. En konsekvens är att konflikten mellan olika aktieägargrupper försummas och att intressekonflikten mellan aktieägarkollektivet och företagsledningarna i motsvarande mån överbetonas. I dessa avseenden är koden mycket fåordig.

Den svenska marknaden är med avseende på ägarstrukturen en aning speciell och kännetecknas av att företag med börsnoterade aktier har ett koncentrerat ägande. Eftersom förekomsten av kontrollägare kan förväntas minska styrningsproblemen mellan aktieägarna som kollektiv och företagsledningen, kan man i motsvarande mån förvänta en mer accentuerad intressekonflikt mellan majoritet och minoritet. Förtroendekonflikten skulle exempelvis behöva utforskas i termer av att kontrollägare med stöd av röststarka aktier ser fördelar med att knyta lojalitetsband mellan sig och företagsledningarna genom omfattande belöningssystem. Den naturliga konsekvensen av en sådan efterforskning vore att ställa frågan om den

svenska aktiebolagslagen inte vore betjänt av en mer genomförd reglering av minoritetsskyddet. Självreglering kan inte åstadkomma den sannolikt nödvändiga uppstramningarna i detta avseende.

En minoritetsskyddsaspekt kommissionen påtalar är möjligheten att i efterhand utkräva ansvar för handlingar som skadat bolaget och man påpekar att det i Sverige har förts ytterst få rättsprocesser på detta område. Man släpper utan vidare motivering detta problem, trots att man påpekar att domstolarna i vårt land inte kunnat spela samma framträdande roll för rättsutvecklingen som i en del andra länder. En tänkbar förklaring till detta är att ägarstrukturen, med starka kontrollägare, inte på ett meningsfullt sätt medger ett utpekande av en överträdare. Om företagsledningen och kontrollägaren i stort sett delar samma intressen och utåt agerar samfällt, finns det små möjligheter för en minoritet att hålla exempelvis ledningen ansvarig för att den skadat bolaget. Om däremot den operativa ledningen och styrelsen hamnar på kollisionkurs finns erfarenhetsmässigt helt andra incitament tillgripa rättsliga sanktioner.

I den utsträckning självreglering är ett uttryck för medborgarnas kontraktsfrihet är det rimligt att sluta sig till att självreglering inte kan ges någon annan formell status och att den bindande kraften hos den framtida bolagsstyrningskoden inte direkt kan härledas från offentlig reglering. Här ser vi med spänning fram emot ett klarläggande av kodens status. En nyckelfråga är vilken grad av självständighet den institution som förvaltar koden kommer att ha. Kommer den ”nämnd” som skall ges detta tolkningsprivilegium att ha någon särskild sammansättning med exempelvis representanter från ”det offentliga”? En annan principiellt betydelsefull fråga är vad koden och dess tillkomstsätt innebär för den form av självreglering som vi hittills tillämpat i Sverige. Om självreglering följer som en konsekvens av ett regeringsinitiativ via det statliga utredningsväsendet, tvingas vi konstatera att innebörden av begreppet självreglering i grunden förändrats. Dessutom kan det kanske leda till att all självreglering av betydelse i framtiden måste föras med en hallstämpel av regeringen.

*Clas Bergström och Per Samuelsson,*  
Handelshögskolan i Stockholm respektive Lunds universitet