

## **EU och bolagsstyrning – blir det bättre efter den världsekonomiska krisen? av Sophie Nachemson-Ekwall**

Utdrag ur: 'EU och den globala krisen' Europaperspektiv 2010 – Årsbok för Europaforskning inom ekonomi, juridik och statskunskap; Lars Oxelheim, Lars Pehrson och Thomas Persson (redaktörer), Kapitel sid. 197-229  
Santerus Academic, Press Sweden Tallinna Raamatutrükikoda, Estland 2010  
info@santerus.se [www.santerus.se](http://www.santerus.se)

[Sophie.nachemson-ekwall@hhs.se](mailto:Sophie.nachemson-ekwall@hhs.se) +46-730703951

### **Sammanfattning:**

*I krisens spår kommer vi att få se ett flertal nya regleringar av de globala finansmarknaderna och näringslivet. Några av dessa kommer att röra det som kallas bolagsstyrning – det vill säga hur bolag ska styras för att bidra till samhällsekonomisk effektivitet och tillväxt. Sophie Nachemson-Ekwall lyfter i sitt kapitel fram, mot bakgrund av den ekonomiska krisen, de övergripande problem som omger EU:s harmoniseringsarbete av bolagsstyrningen i Europa, och i synnerhet regleringen som avser marknaden för företagsförvärv. Historiskt sett har samordningen av bolagsstyrningen kantats av problem, där utmaningen främst legat i att hitta rätt avvägning mellan aktieägarnas behov av avkastning på investerat kapital och övriga av bolagets intressenter samtidigt som målet varit att nå långsiktig ekonomisk tillväxt i Europa utan inslag av fragmentering, protektionism och regelarbitrage. Frågan som diskuteras i kapitlet är vilka implikationer den finansiella krisen kommer att få för europeisk bolagsstyrning i allmänhet och för den fortfarande så politiskt känsliga frågan om en gemensam europeisk marknad för företagsförvärv i synnerhet?*

*Nachemson-Ekwall visar med en genomgång av EU:s reformarbete på bolagsstyrningsområdet att det sedan 1990-talet skett stora förbättringar. Dessa har främst bestått i tydligare regler för börsnoterade bolags informationsgivning samt av mer harmonisering i övervakningen från myndigheter på respektive marknad. Fortsatt reformering står dock fortfarande högt på kommissionens dagordning. I fokus för detta reformarbete står framförallt enskilda aktieägares möjlighet att utöva inflytande i bolag*

*i andra länder, och en genomlysning av olika nationella bolagsstyrningssystem. NACHEMSON-EK WALL menar att både EU:s regelgivare och aktörer på lokala europeiska aktiemarknader behöver en ökad förståelse för behovet av nationella särdrag för att enskilda länder ska kunna förlita sig på att en inhemsk aktiemarknad bidrar till att utveckla ett konkurrens- kraftigt näringsliv. I den världsekonomiska krisens efterdyningar, där Europas näringsliv behöver nytt friskt kapital och placerare avkrävs större ansvarstagande, ser NACHEMSON-EK WALL mycket goda förutsättningar för EU att kunna åstadkomma ytterligare harmonisering på bolagsstyrningsområdet men med en större hänsyn till nationella särdrag vilket väntas skapa en bättre balans mellan direktiv och rekommendationer än tidigare.*

I spåren av den världsekonomiska krisen 2008–2009 har politiker i hela västvärlden gått ihop för att lägga ut vad som ser ut att bli en bombmatta av regleringar över de globala finansmarknaderna och näringslivet. Det rör sig om hela paletten från högre kapitaltäckning i bankerna, begränsningar och skatt på rörlig ersättning, skapande av olika myndigheter som ska övervaka det finansiella systemet, krav på transparens från hedgefonder, reglering av derivatinstrument, och mer långsiktighet i bolagsstyrningen. Det övergripande målet sammanfattades väl i slutdokumentet från G20 mötet i Pittsburgh, USA, den 25 september 2009: "...att skapa ett ramverk som lägger ut regler och riktlinjer kring hur vi ska agera tillsammans för att åstadkomma stark, långsiktigt hållbar och balanserad global tillväxt ...". Allvaret i budskapet förstärktes dessutom av tillägget att "...[v]i är fast beslutade att agera på nationell och internationell basis för att höja standarder så att våra nationella myndigheter konsekvent tillämpar globala standarder på ett sätt som säkerställer lika spelregler och undviker en fragmentering av marknader, protektionism och regelarbitrage ..."

För EU:s medlemsstater blev G20-ledarnas gemensamma dokument en bekräftelse på att kommissionens eget arbete med att stärka övervakning av finansmarknaderna, regleringarna kring bankerna och begränsningar avseende bonuskulturen var på rätt väg. Samtidigt var det också en påminnelse om hur svårt det varit för EU att utveckla gemensamma standarder för att åstadkomma långsiktig uthållig ekonomisk tillväxt – utan fragmentering, protektionism och regelarbitrage. Det gällde i allra högsta grad

bolagsstyrningsområdet där EU tvingats till nytänkande i frågor som möjligheten till gräns- överskridande aktieförvärv, fientliga bud, svårigheten för aktieägare att utöva sina rättigheter genom att rösta på bolagsstämmor och betydelsen av oberoende styrelseledamöter.

För kommissionen och EU:s medlemsstater är därmed en omvärdering av det tidigare arbetet på bolagsstyrningsområdet på gång, där utgångspunkten förskjutits från bristen på aktiva ägare, i exempelvis de havererade europeiska bankerna, till enskilda aktieägares möjlighet att utöva inflytande över näringslivet i stort. I takt med detta har det även vuxit fram en större förståelse för olika nationella bolagsstyrningssystem och användandet av kontrollmekanismer. Fortsatt reformering av europeisk bolagsstyrning står alltså högt på kommissionens dagordning men med en annan utgångspunkt än för kanske tio år sedan.

Syftet med detta kapitel är att, mot bakgrund av den världsekonomiska krisen, diskutera de övergripande frågor som påverkar EU:s arbete med att harmonisera bolagsstyrningen i publika bolag i Europa. Jag kommer samtidigt belysa de viktigaste nationella särdragen som är av betydelse för EU:s möjlighet att få till stånd den fortfarande så politiskt känsliga frågan om en gemensam europeisk marknad för företagsförvärv.

Kapitlet börjar med en genomgång av EU:s arbete under 1990-talet med att reformera bolagsstyrningen. Därefter följer en genomgång av begreppet bolagsstyrning som utvecklats genom olika institutionella begreppsramar där den kontinentaleuropeiska intressentmodellen och angloamerikanska aktieägarvärdemodellen kommit att dominera samtidigt som framväxten av finanskapitalismen tydligt satt den sistnämnda i framsätet. I det efterföljande avsnittet görs en genomgång och anpassning av EU:s regelverk för att åstadkomma en harmonisering av bolagsstyrningen i Europa. Som exempel på nationella särdrag följer en historisk genomgång av den svenska bolagsstyrningsmodellen. I det perspektivet kan ett antal uppmärksammade affärer på

Stockholmsbörsen åren 2003–2008 användas för att beskriva de konflikter som kan uppstå inom aktieägarkollektivet å ena sidan, och bolags-världen å andra sidan, på en lokal marknad som anammat delar av det fria globala kapitalflödets krav på likvärdiga nationella spel- regler, men inte alla. I det efterföljande avsnittet presenteras olika aspekter på hur den pågående ekonomiska krisen lett till en reviderad europeisk – och svensk – syn på bolagsstyrning. Avslutningsvis ges förslag på vad som behövs göras framöver för att EU ska lyckas med arbetet att harmonisera bolagsstyrningen och regelverket kring gränsöverskridande förvärv, och vad det betyder för Sverige.

### **Behovet av lika spelregler för företagsförvärv**

Bland målsättningarna i Lissabonprocessen 2000 fanns planen att göra Europas ekonomier till de mest konkurrenskraftiga i världen 2010. Ett sätt att adressera frågan var att ge sig på makten över de europeiska bolagen, som av EU-kommissionen sågs som alltför stelbent och konserverande. Målet har varit att reformera själva bolagsstyrningen, för att därmed skapa förutsättningar för lika och rättvisa spelregler exempelvis i samband med gränsöverskridande företags- förvärv. Kommissionens attack skedde inte i något vakuum, utan följde naturligt på den parallella avregleringen av Europas finans- och kapitalmarknad och framväxten av en institutionell fondförvaltar-industri över hela Europa under senare delen av 1980-talet och större delen av 1990-talet. I den här miljön, ofta beskriven med begreppet finanskapitalism och den rådande tron på möjligheten att skapa finansteoretiskt effektiva marknader, kombinerades ett fritt flöde av kapital mellan länderna med nya institutionella ägare som sökte möjlighet att påverka företagens skötsel. I många länder kom utländska investerare att äga en tredjedel eller upp till hälften av aktierna i ett större börsbolag. Krav höjdes på god och transparent bolagsstyrning i det europeiska näringslivet.

I maj 2003 lade EU:s dåvarande kommissionär för inre marknaden – Fritz Bolkestein – fram en handlingsplan, byggd på den så kallade Winterrapporten. Fokus sattes på att skapa förutsättningar för effektivare och likformig bolagsstyrning i noterade bolag över

hela Europa.

Målet var att stärka aktieägarnas rättigheter, främja effektivitet och konkurrenskraft hos företagen och underlätta gränsöverskridande företagsförvärv av publika bolag. Centralt i sammanhanget var önskan om proportionalitet mellan rösträtt och kapitalinsats, "en röst-en aktie", där den uppsjö av olika kontrollmekanismer som finns i hela det europeiska näringslivet utanför de brittiska öarna adresserades. Flera direktiv har därefter antagits varav ett av de viktigaste rör bud på börsnoterade bolag, Uppköpsdirektivet från 2004.

Resultatet har hittills varit blandat. I en rapport från 2007 andades EU:s dåvarande kommissionär för den inre marknaden – Charlie McCreevy – besvikelse över att alltför många medlemsstater visade sig ha en alltför protektionistisk attityd till, framförallt utländska, företagsuppköp och att detta återspeglades i medlemsstaternas genomförande av Uppköpsdirektivet, särskilt de delar som inte var tvingande. Samtidigt hade nya aktörer på finansmarknaden som hedge- och aktivistfonder, statliga investeringsfonder, och utköpsbolag svept in över Europa. EU:s grundmurade positiva inställning till aktörer som kunde skynda på strukturomvandling hade drabbats av bakslag där Frankrikes utfall mot utländska bud på allt från yoghurt, läkemedel eller krisande banker, och tysk kritik mot hedgefonder som uppförde sig som "rovfåglar" stått i skarp kontrast till det fortsatt öppna synsättet som dominerade i Storbritannien liksom i en liten öppen ekonomi som den svenska. Den här miljön har lagt grunden för det som kommit att bli ett delvis politiskt laddat reformarbete i spåren av den globala ekonomiska krisen. Begrepp som "aktieägarnas kortsiktighet" i motsatts till "långsiktighet" och dess påverkan på enskilda bolagsstyrningsprocesser har uppmärksamrats, liksom styrelseledamöters roll och ersättningssystem för ledande befattningshavare.

### **Bolagsstyrningens olika former**

Bolagsstyrning handlar om hur bolag ska styras för att uppfylla ägar- nas krav på

avkastning på investerat kapital och därigenom bidra till samhällsekonomins effektivitet och tillväxt. Med bolag menas noterade aktiebolag där ägandet är tydligt separerat från själva driften som sköts av vd och övervakas av en styrelse (se exempelvis 3 kap. 3 § i den svenska aktiebolagslagen där det framgår att syftet med ett aktiebolags verksamhet är att bereda aktieägarna vinst). Det publika aktiebolaget som institution är genom uppdelningen av ägande och inflytande förknippad med vissa karakteristiska intressekonflikter som visat sig svårlösta.

Det finns två tydliga modeller för ägande och styrning av noterade bolag. Den angloamerikanska – aktieägarvänliga – modellen har sitt ursprung i en marknad med spritt aktieägande. Denna modell dominerar i USA, Storbritannien, Kanada, Australien och Nya Zeeland. Här ses styrelsen och företagsledningen som aktieägarnas förlängda arm och skyddet för den enskilda aktieägarens rättigheter, det så kallade minoritetsskyddet, står i fokus. Det finns samtidigt stora skillnader mellan amerikanskt och anglosaxiskt sätt att se på aktieägarnas löpan- de inflytande över bolagets styrning. Medan aktieägare i ett brittiskt bolag enkelt kan gå ihop och kalla till bolagsstämma för att föreslå utbyte av styrelseledamöter så är ledamöterna i en amerikansk bolagsstyrelse svåra att rösta bort. I en uppköpsituation är skillnaden ännu större där styrelsen i ett brittiskt bolag i stort sett har att inta en passiv hållning till en budgivare som förhandlar direkt med aktieägarna. I USA ses istället styrelsen som beskyddare av bolaget och har ofta stor frihet att med olika medel aktivt motverka oönskade bud.

Den andra modellen är den kontinentaleuropeiska så kallade intressentmodellen. En företagsledning ses här som lika ansvarig inför bolagets alla olika intressenter – anställda, kunder, aktieägarna lik- som samhället i stort. Intressentmodellen fungerar bäst i en miljö med stora kontrollaktieägare, ofta bestående av familjer, stiftelser, banker, försäkringsbolag. I Tyskland har intressentmodellen byggts upp kring ett tvådelat bolagsstyrningsorgan där arbetstagarrepresentanter har stort inflytande i det ena och företagsledningen i det andra. En annan variant är den statsorienterade franska modellen som, i likhet med den japanska, gett stor makt åt företagsledningen i sam-

spel med statligt inflytande.

Den moderna debatten kring aktieägarorienterad bolagsstyrning har sitt ursprung i Adolf Berles och Gardiner Means berömda bok *The Modern Corporation and Privat Property* från 1932 som fäste uppmärksamheten på förhållandet att i stora amerikanska noterade företag med spritt ägande hade kontrollen glidit över från ägarna till företagsledningen, och skapat vad som några årtionden senare kom att beskrivas som en företagsledarkapitalism. Separationen av ägande och kontroll skapade en intressekonflikt mellan ägarna (principalen) och företagsledningen (agenten). Detta syntes tydligt bland annat i uppbyggnaden av starka balansräkningar och framväxten av konglomerat (som skyddar ledningen från både aktieägarna och konkurrenter). Beteendet ledde till en ineffektiv kapitalallokering med stora samhällsekonomiska kostnader.

Finansteoretikerna Michael Jensen och William Meckling publicerade 1976 en revolutionerande artikel där informationsproblemen mellan principalen och agenten beskrevs i termer av kontrakt där agenten utnyttjar informationsövertaget gentemot principalen för att ta risker som den andre bär kostnaden för. Dessa så kallade agentkostnader kan samtidigt reduceras genom att ge företagsledningen incitament att arbeta för aktieägarnas intresse med hjälp av optioner, aktier och bonusprogram. Lika viktigt är att tillsätta en bra styrelse som övervakar bolagsledningen. Styrelsen ses då som självständig intermediär mellan aktieägarna och företagsledningen.

Ett tredje bolagsstyrningsalternativ är att få till stånd en effektiv marknad för företagskontroll genom att underlätta uppköp. Här lägger finanslitteraturen fokus på aktieägarnas lagstadgade rätt att sälja sina aktier till vem som helst, vilket är en förutsättning för att förvärv ska kunna ske och en marknad för företagskontroll uppstå. I linje med denna tankegång utvecklade ovan nämnde Jensen under början av 1980-talet idéer kring betydelsen av möjligheten att lägga fientliga bud där risken för att en oönskad budgivare – en konkurrent eller ren spekulant – ska dyka upp tvingar en

företagsledningen att hela tiden prestera sitt bästa så inte aktieägarna väljer att sälja till den i företags synvinkel fiendliga intressenten. Med det här synsättet minimerar en effektiv marknad för företagskontroll agentkostnaden där aktieägarna får ett instrument (nuvarande aktiekurs) med vars hjälp de bättre kan övervaka företagsledningens arbete. Ett tänkbart alternativ till Berle och Means företagsledarkapitalism och Jensen och Mecklings principal-agent problematik är att se till att en aktieägare med ett stort intresse i företaget, det vill säga en stor röstandel, tar på sig rollen att aktivt övervaka företagsledningen. En sådan miljö med koncentrerat ägande har framför allt varit den dominerande modellen i Kontinentaleuropa och de nordiska länderna. En ensam storägare eller en grupp aktieägare som agerar gemensamt får både möjlighet och incitament att övervaka företagsledningen vars handlingsfrihet blir begränsad. Här uppstår istället effektivitetsproblem när den dominerande aktieägaren kan lockas att tillskansa sig fördelar på andra aktieägares – minoritetens – bekostnad. Detta beteende kan ta sig olika uttryck, som att huvudägaren tackar nej till intressanta affärsupplägg, låter en oduglig företagsledare bli kvar och i värsta falla kanaliserar vinster till bolag under huvudägarens egen kontroll. Olika skyddsmekanismer som understödjer kontrollaktieägarens maktbas riskerar dessutom att förstärka obalansen mellan parterna. I en studie från 2003 visar den belgiske finansprofessorn Marco Becht att en blockerande aktieägare med minst 25 procent av rösterna fortfarande kontrollerade drygt 82 procent av de noterade tyska bolagen, 66 procent av de italienska och 64 procent av de svenska. I början av 2000-talet styrdes fortfarande 66 procent av de svenska kontrollaktieägarna sina bolag med hjälp av differentierad rösträtt, medan andelen var 52 procent i Schweiz, 47 procent i Italien och 17 procent i Tyskland.

Flera forskare har ägnat sig åt att diskutera betydelsen av legala skillnader för framväxten av aktiemarknader med spritt eller koncentrerat aktieäggande. Ämnet tas bland annat upp i en serie uppmärksammade artiklar av Rafael La Porta och medarbetare som publicerades i slutet av 1990-talet. Legal skillnader har enligt författarna haft betydelse för vilket slags styrning och finansiering som är tillåten i noterade bolag, där anglosaxisk rättsordning som bygger på tolkning av rättsfall har



underlättat tillkomsten av externa finansieringskällor som exempelvis aktieinstrument. Samtidigt har kontinentaleuropeisk rätt i olika varianter, men med gemensam utgångspunkt i tillämpning av skrivna lagar, förutsatt nära relation med bankerna. Det genomgående resultatet är att anglosaxisk rättsordning erbjuder starkare minoritetsskydd, medan kontinentaleuropeisk rätt ger minoritetsaktieägaren sämre rättsskydd med följderna att koncentrationen av aktieägare blir högre.

Trots tveksamheter kring den rent aktieägarorienterade bolagsstyrningsmodellen så har den vunnit terräng, sedan 1980-talet, när kapitalmarknaderna började avregleras och finanskapitalismen med olika institutionella investerare klev in som investerare i börsbolagen. Globaliseringen verkar alltså ha fått de nationella bolagsrätts- och styrsystemen att konvergera. EU:s val – eller balansgång – mellan den anglosaxiska aktieägarvärde modellen och den kontinentala intressentmodellen har utvecklats till ett tydligt exempel på detta.

### **EU:s handlingsplan på det bolagsrättsliga området**

I Winterrapporten från millenniumskiftet förutskickade EU-kommissionen en lång rad åtgärder för att harmonisera europeisk bolagsstyrning. En stor del av målen var genomförda 2009 men det kvarstod en hel del. På bolagsrättens och börsrättens område har det exempelvis bedrivits ett framgångsrikt arbete med att skapa likvärdiga europeiska redovisningsstandarder, årsredovisningslagar liksom enhetliga europeiska regler kring finansiell information till aktiemarknaden.

Den stora utmaningen rörde – och rör – de frågor som avsågs att bli behandlade i det femte bolagsdirektivet, med dess betydelse för utvecklingen av gemensamma standarder på bolagsstyrningsområdet. Harmonisering av bolagsrätten förutsatte enligt kommissionens ursprungliga planer att nationell europeisk aktiebolagsstiftning harmoniserades där framförallt regler kring bolagets organisation fick en minsta gemensam standard. Frågan berördes redan 1972 då kommissionen i ett förslag till femte

bolagsdirektiv (Strukturdirektivet) om Europabolag lutade sig mot den tyska aktiebolagslagen och dess tvådelade bolagsstyrningsorganisation. Storbritannien motsatte sig förslaget med dess inriktning på löntagarnas medbestämmande i strid med traditionell anglosaxisk bolagsstyrning som historiskt enbart utgått från aktieägarna. Även andra länder var kritiska. Redan då berördes marknaden för företagsförvärv och krav på likabehandling av aktieägares rättigheter med krav på förbud mot differentierad röst- rätt och den nordiska modellen med A- och B-aktier. När det femte bolagsdirektivet diskuterades igen i början av 1990-talet framfördes stark kritik från svenskt håll avseende förslag på förbud mot rösträtts- differentiering.

I början av 2000-talet kom kommissionen tillbaka, men då med ökat fokus på aktieägarnas rättigheter att utöva kontroll och styrning över de publikt noterade bolagen. De nya reglerna, som hösten 2006 medförde ändringar i fjärde och sjunde bolagsdirektiven av bolagsstyrningskaraktär, fick formen av nationella så kallade bolagsstyrningskoder. Dessa koder – eller regelverk – har utvecklats av näringslivet självt och ska enligt brittisk förebild tillämpas enligt principen "följ eller förklara". Ändringarna innebar bland annat att noterade aktiebolag, som har sitt säte inom gemenskapen, i sin års- redovisning (förvaltningsberättelse) måste inkludera en bolagsstyrningsrapport. Rapporten ska ge aktieägarna lättförståeliga uppgifter om hur bolaget styrs, hur olika risksystem övervakas samt vilken nationell bolagsstyrningskod som tillämpas.

För att bidra till konvergensprocessen har kommissionen också utfärdat två till medlemstaterna riktade rekommendationer på bolagsstyrningsområdet; dels en rekommendation rörande så kallade oberoende styrelseledamöter, dels en rekommendation rörande ersättning till ledande befattningshavare. I handlingsplanen förutskickade kommissionen också att nya initiativ skulle komma att tas i syfte att stärka aktieägarnas rättigheter i framförallt noterade bolag. Aktie- ägar rättighetsdirektivet från 2007 säkerställer bland annat aktie- ägarnas rätt att ta del av kallelser till bolagsstämmor, liksom för både inhemska och utländska aktieägare rätt att delta i

bolagsstämmans beslutsfattande genom att i förväg lägga sin röst i olika ärenden via poströstning, elektroniskt, eller genom att överlåta en fullmakt om att rösta åt ett ombud. Men direktivet är långt ifrån fullständigt, och saknar exempelvis närmare anvisningar för hur olika slags hinder för att utöva rösträtt i praktiken ska undanröjas. Ett av de mest omstridda direktiven på bolagsrättens område har varit det trettonde direktivet – Uppköpsdirektivet. I handlingsplanen pekade kommissionen på betydelsen av proportionalitet mellan ägande och kontroll och slog fast principen "en aktie–en röst". Samtidigt kritiserades inslaget av olika kontrollmekanismer i näringslivet, där EU:s medlemsstater uppvisar en flora av kreativa lösningar som korsägande, ask-i-ask ägande, gyllene aktier, differentierad rösträtt, rösträttsbegränsningar och aktier som saknar rösträtt.

Kommissionen beslutade 2006 att låta genomföra en studie som i ett bredare perspektiv kartlade och diskuterade olika slags kontroll- mekanismer i näringslivet. Studien visar att ungefär 44 procent av alla noterade företag inom EU styrdes med hjälp av något slags kontroll- mekanism. En annan studie beställd av kommissionen, genomförd av de finansiella ekonomerna Mike Burkart och Samuel Lee, argumenterar samtidigt på ett övertygande sätt för varför inte just rösträtts- differentiering verkar mer hämmade än andra kontrollmekanismer på strukturuomvandlingen inom europeiskt näringsliv. När studien överlämnades till kommissionären för inre marknad, Charlie McCreevy, valde denne att lägga ner frågan om förbud mot differentierad rösträtt.

När det omstridda Uppköpsdirektivet tillslut antogs 2004 hade två bestämmelser ändrats från att ha varit tvingande till att bli frivilliga. Den första, artikel 9, avser krav på att styrelsen måste förhålla sig neutral när ett bud lagts. Alla medlemsstater utom Tyskland har genomfört den bestämmelsen. Tyskland tillåter därmed fortfarande styrelsen att utan bolagsstämmans godkännande agera i syfte att motarbeta ett lämnat bud. Den andra, artikel 11, är den så kallade genombrottsregeln, där röststarka aktier inte ska kunna utnyttjas om en budgivare fått acceptans från ägare med minst 75 procent av aktiekapitalet. Den bestämmelsen ratades av så gott som samtliga medlemsstater.

Planen är att presentera en utvärdering av uppköps- direktivet år 2011.

Kommissionens reformarbete på bolagsstyrningsområdet som bedrivits med något högre ambitionsnivå under början av 2000-talets än under det föregående decenniet, gick på sparlåga högkonjunkturåren 2006–2008 men fick förnyad kraft 2009 i spåren av den världsekonomiska krisen.

### **Bolagsstyrning i Europa under omvärdering**

EU:s arbete inom bolagsrättens och bolagsstyrningens område har engagerat akademiker från flera olika discipliner. Ett exempel på det är European Corporate Governance Institute med bas i Bryssel, som grundades 2002 och som har vuxit till en samlingsplats för främst europeiska forskare inom finansiering, rättsvetenskap och management. I det här klimatet har kritiken vuxit mot finanslitteraturens försök att hitta en bästa uppsättning av institutionella arrangemang för bolagsstyrning för att åstadkomma högsta samhälliga ekonomiska tillväxt. Exempelvis har La Portas med fleras slutsatser (som be- skrivits ovan), ifrågasatts från bland annat svenskt håll eftersom ett system med koncentrerat ägande finns och fungerar utmärkt i skilda länder som Sverige och Tyskland, som båda har väl fungerande kontinentaleuropeiska rättsystem och upplevt långa perioder med hög ekonomisk tillväxt.

När en genomgång av bolagsstyrningslitteraturen görs utifrån ett bredare förhållningssätt (än det strikt finasteoretiska) visar det sig att de flesta systemen för bolagsstyrning inte utvecklats i syfte att underlätta för investerare att sänka agentkostnaderna för att maxi- mera avkastning, utan som en följd av maktkampen mellan kapita- listen och arbetarnas rättighet till bolagets tillgångar. Med en sådan utgångspunkt blir det svårt att importera en bolagsstyrningsmodell från ett land till ett annat. I det här perspektivet framhåller studier gjorda av sociologerna Neil Fligstein och Jennifer Choo att importen bara kommer att fungera om hela bolagsstyrningsmodellen importeras eller den importerade delen passar väl in i den befintliga nati- onella

bolagsstyrningsstrukturen. Något bästa sätt att genomföra en sådan import finns rimligen inte, utan vad som är viktigt verkar snarare vara existensen av stabila institutioner som är legitima och för- hindrar extrema former av ränta (det vill säga vinst) från statsmakten eller enskilda kapitalister.

Den amerikanska juridikprofessorn Mark Roe har med hjälp av empiri och teoretiska argument sökt peka på att det finns ett starkt samband mellan å ena sidan ägarkoncentration genom bland annat ask-i-ask-ägande och rösträttsdifferentiering och å andra sidan graden av vänsterorientering i den ekonomiska politiken. Sveriges socialdemokratiska historik återfinns med detta synsätt politiskt längst till vänster, samtidigt som Roe här finner den största ägarkoncentrationen. Enligt Roes resonemang visar detta att i nationer med starkt fackligt inflytande är ett koncentrerat ägande nödvändigt för att balansera det fackliga inflytandet.

Finanslitteraturens syn på en effektiv marknad för företagskontroll börjar också ifrågasättas av forskningsvärlden. Uppköp är egentligen ett ganska trubbigt bolagsstyrningsinstrument som bara löser en del av bolagsstyrningsproblematiken. Fientliga bud är exempelvis bra på att hantera ineffektiva konglomerat, vars uppbyggande kräver ganska begränsade detaljkunskaper för att kunna avyttras medan det för att vända utvecklingen för ett enskilt affärsområde ofta krävs djup kunskap som sällan finns tillgänglig för en utomstående aktör. Med den här utgångspunkten väljer den amerikanska juridikprofessorn Ronald Gilson att peka på att en stor kontrollaktieägare kan vara mer effektiv än spritt ägande då denne har egna incitament för att övervaka och utveckla bolaget. Frågan blir då hur en kontrollaktie- ägare ska kompenseras. Det handlar om en avvägning där aktieägarna – minoritetsaktieägarna – föredrar en kontrollerande aktieägare så länge som fördelarna av lägre kostnader för att övervaka agenten (det vill säga företagsledningen) överstiger de privata ekonomiska fördelarna som kontrollaktieägare kan tillskansa sig.

Gilson tar fasta på att börsbolag i stort sett överallt utom i USA och Storbritannien

karaktäriseras av aktieägare som effektivt utövar ägarinflytande. Med en sådan ordning blir det fel att kategorisera olika bolagsstyrningssystem efter linjen att de stödjer system med spritt aktieäggande respektive koncentrerat kontrollaktieäggande (som La Porta-diskussionen handlar om). Det finns länder med bra lagar respektive dåliga lagar som karakteriseras av en kontrollaktieägarstruktur, exempelvis Sverige respektive Mexiko.

Flera forskare har även börjat ifrågasätta finanslitteraturens antagande att ägare är homogena i sina intressen och enbart fokuserar på att maximera sitt aktieägarvärde. Dessa pekar istället på att både aktörerna och deras målfunktion inte är given utan i stället konstruerad av den position de fyller i samhället i stort. Ägare skiljer sig också åt i fråga om inställning till viljan att maximera aktieägarvärde beroende på om de representerar banker, familjer eller andra företag och variationer finns även inom de olika grupperna.

En rad europeiska företagsaffärer och skandaler efter millenniumskiftet utgör konkreta illustrationer på att bolagsstyrningsproblematiken är långt ifrån löst. Till de mest omskrivna hör spanska Santanders, brittiska Royal Bank of Scotlands och holländska Fortis uppdelning av det vildvuxna belgiska ABN Amro Bank 2007. Året därpå kraschade RBS i vad som utvecklades till en kostsam affär för brittiska skattebetalare och ett finansiellt sargat Fortis togs över av holländska staten (angående det senare, se Thomas Ordebergs kapitel i denna volym). Vid sidan av Santander saknade samtliga inblandade aktörer kontrollaktieägare och långsiktigt engagerade institutionella aktieägare med förmåga och vilja att kritiskt granska företagsledningarnas och styrelsernas affärsupplägg. Rikliga ersättningar till höga chefer visade sig dessutom vara en del av bolagsstyrningsproblematiken. Andra affärer som speglar brister i styrningsprocessen av europeiska börsbolag är den brittiska hedgefonden TCI:s framgångsrika kamp för att stoppa tyska Deutsche Borses kontantbud på Londonbörsen 2005 liksom aktieägarbråket när den indiska ståljätten Mittal pressade igenom sitt bud på det franskkontrollerade Accelor 2006. I sammanhanget spelar även kortsiktiga hedgefonders betydelse för förvärv in där spanska Banco Santanders aktiebud på brittiska Abbey

National 2004 utgör ett bra exempel. Det förvärvet drevs igenom av de hedgefonder som stod som köpare av de aktier som passiva institutionella placerare successivt sålde av. Även tyska Porsches aggressiva aktieköp i Volkswagen 2008 är ett exempel på hur hedgefonders placeringsmönster kan utnyttjas, men då av en kontrollaktieägare där förvärvet av en stor aktiepost skedde via terminsaffärer bakom ryggen på VW:s övriga aktieägare.

Fram växer en brokig bild av det Europeiska aktieägarkollektivet med olika placeringshorisonter och aktörer med både långsiktiga och kortsiktiga intressen där speciellt kortsiktighet blivit tongivande som drivkraft hos en del institutionella aktörer som aktivistfonder och hedgefonder. Det kortsiktiga beteendet har även spritt sig till vanliga aktiefonder och pensionsfonder som i bolag med öppen ägarbild samarbetar med aktivister för att driva på en styrelse och företagsledning i en specifik riktning i syfte att driva upp aktiekursen kortsiktigt. Med ens har den långsiktigt värdeskapande bolagsstyrningen hamnat på undantag. Detsamma verkar gälla en del bolag med kontrollaktieägare som, i likhet med Porsches attack på VW, lärt sig att utnyttja finanskapitalismens snabba krav på avkastning hos merparten av de institutionella investerarna.

Allt detta har satt EU:s harmoniseringsarbete på bolagsstyrningens område i en svår avvägningsposition. Kunskapen om enskilda medlemsländers nationella särdrag och dess institutionella systems betydelse för införandet av EU:s direktiv och rekommendationer på bolagsstyrningsområdet har vuxit successivt.

### **Svensk bolagsstyrning – en institutionell genomgång**

Har EU:s öppna finansmarknader i kombination med harmoniseringsarbetet på bolagsstyrningens område skapat en miljö där länder, som öppet anpassat sig (frivilligt eller påtvingat), förlorar makten över sitt näringsliv till länder som intagit en mer restriktiv hållning? Följden blir i sådant fall att börsbolag från en skyddad nationell miljö

kan ta över börsbolag i länder med en mer öppen miljö. Frågeställningen berör bolag över hela Europa där den historiska utvecklingen och anpassningen av den svenska bolagsstyrningsprocessen kan utgöra en illustration för att förstå det pågående reformarbetet i spåren av den ekonomiska krisen.

Den svenska aktiemarknaden har, i likhet med många andra länder i Europa, på bara några årtionden transformerats från en marknad som ägarmässigt dominerats av privata inhemska kapitalägare (familjer, stiftelser eller investmentbolag), till en kombination av institutionellt ägande, både svenskt och utländskt. På Stockholmsbörsen ökade exempelvis det utländska ägandet från åtta procent 1990 till närmare 40 procent tio år senare, en nivå som sedan legat stabil. År 2007 var hälften av de 20 största kapitalägarna på börsen svenska pensions- och aktiefonder, fyra var utländska. Tillsammans stod svenskt och utländskt kapital, främst institutionella fonder, statliga och korporativistiska pensionsfonder för 82 procent av kapitalet på Stockholmsbörsen. Sverige har också sett en tydlig internationalisering av det direkta ägandet av näringslivet. Under 1980-talet var drygt 10 000 svenskar anställda i utländska företag. År 2004 hade denna siffra stigit till 545000. Statistiken över förvärvsaktiviteten på Stockholmsbörsen visar samma höga nivå. Omsättningen av kontroll i svenska bolag ligger väl i nivå med Storbritanniens, en marknad som allmänt klassas som den mest liberala i Europa.

De nya institutionella investerarna kräver samtidigt inflytande över börsföretagen. Speciellt de internationella ägarnas framfart har betydelse. Det har ställt nya krav på vad som klassiskt beskrivits som den "svenska ägarmodellen". Med den "svenska ägarmodellen" för företagsägande och företagskontroll avses den modell där kontrollen av företagen under hela efterkrigstiden var uppbyggd som ett trepartsförhållande mellan ägare, företagsledare och facket. Den har likheter med den modell som dominerar i stort sett överallt utom i de anglosaxiska länderna, men skiljer sig ändå i flera avseenden: Det svenska kontrollägandet grundar sig i regel på en mindre kapitalbas än i andra länder, där möjligheten till differentierad rösträtt fört med sig en



växande divergens mellan kontrollrättigheter (röstandelar) och utdelningsrättigheter (kapitalandelar) för de dominerande ägarna.

Framväxten av den svenska ägarmodellen förklaras delvis av det sätt på vilket skattepolitiken – den socialdemokratiska som dominerade den svenska politiska scenen under större delen av 1900-talet – och den bolagsrättsliga lagstiftningen har behandlat enskilda ägare. Avsikten med skattepolitiken på detta område har varit att inskränka den individuella förmögenhetsbildningen till förmån för uppbyggnad av bolagens kapitalresurser för återinvestering i produktionen. Samtidigt har den aktiebolagsrättsliga lagstiftningen gett företag- samma individer eller familjer stort utrymme att basera sin kontroll över ett företag på en relativt smal kapitalbas. Under ett kvartsekel 1968–1992 ökade andelen börsnoterade företag som använde aktier med differentierad rösträtt från 32 procent till 87 procent. Till detta kommer att ask-i-ask och korsägande historiskt varit vanligt, även om framför allt korsägandet successivt luckrats upp sedan 1990-talet och numer i stort sett försvunnit. Politiken har således både hållit tillbaka den privata förmögenhetsbildningen och gynnat ett koncentrerat ägande.

Även inhemska kriser har satt sina spår i den svenska bolagsstyrningsmodellen. I spåren av 1920-talets ekonomiska kris blev de svenska bankerna ägare till stora delar av näringslivet. Sedan kom Kreuger-kraschen 1933 där bankernas aktieäggande flyttades över till investmentbolag. Stockholm Enskilda Bank (kontrollerad av Wallenbergfamiljen) startade Investor och Providentia. Svenska Handelsbanken startade Industrivärden och Skandinaviska Banken grundade Custos. Ur de här miljöerna följde en utveckling där makten över de svenska börsbolagen i stort sett hamnade hos företagsledarna, eftersom ägarna var fattiga, nyemissionerna av skatteskal få, och relationen till banken – som sköttes av vd – viktig. Till detta kom ett pensionssparande som kollektiverades genom AP-fonderna. När sedan Sverige under slutet av 1980-talet liberaliserade kapitalmarknaderna och öppnade upp för utländska investerare låg fältet i stort sett fritt för nya ägargrupper att aktivt engagera sig i börsbolagens styrning.

Den svenska öppenheten och ägarkoncentrationen kan ha bidragit till att det varit så lätt att förvärva svenska börsbolag. Det går dessutom att finasteoretiskt förklara det rimliga i att det kan vara lättare att komma över ett bolag om en köpare kan förhandla med en part (exempelvis en kontrollerande A-aktieägare) vars acceptans gör det meningslöst för övriga aktieägare – minoriteten – att kvarstå som aktieägare.

Förvävsaktiviteten har i stort sett följt mönster från den brittiska marknaden. Men det kan skönjas två tydliga skillnader: Dels har de svenska bolagen i regel sålts till utländska köpare, medan Storbritannien (i likhet med USA) haft en aktiv hemmamarknad för företagsförvärv, dels har institutionella placerare på Stockholmsbörsen (svenska såväl som utländska) fått större inflytande än vad som varit möjligt på Londonbörsen eller i börser runt om i Europa. Det senare beror på flera specifikt svenska bolagsstyrningsmekanismer, som visat sig ha svårt att hantera EU:s strävan mot harmonisering i en miljö där olika länder anpassat sig snabbare än andra.

Den svenska bolagsstyrningsmekanism som ser ut att ha betydelse är styrelsens kontrollfunktion som är helt separerad från företagsledningen, något som genom historien utvecklats till ett effektivt styrinstrument, och som i dag ses som ett viktigt skäl till att det svenska näringslivet har haft en så god utveckling. Den svenska modellen skiljer sig här tydligt från övriga europeiska bolagsstyrningsmodeller – där styrelsen ofta står ganska självständigt från direkt inflytande av aktieägarna. I ett svenskt börsbolag är det exempelvis ägarna som sätter ihop valberedningen som ska lägga fram förslag på ledamöter på stämman, inte ett organ inom styrelsen. Användandet av valberedningar ingår i den svenska bolagsstyrningskoden. I bolag med öppen ägarstruktur erbjuder denna modell mindre aktieägargrupper – som även kan vara en aktivist av svensk eller utländsk härkomst – stort inflytande.

Även EU:s krav på oberoende ledamöter har fått en svensk tolkning mer i linje med ägarnas intresse. Begreppet, som även det härrör från anglosaxisk bolagsstyrning, fungerar generellt illa i bolag med en dominerande kontrollaktieägare. I den svenska

tolkningen har det därtill valts en från internationell praxis avvikande definition av "oberoende", i termer av oberoende från större aktieägare, bolaget och kunderna. Någon tidsgräns för ett svenskt styrelseuppdrag eller oberoende finns inte heller.

I sammanhanget kan även EU:s budpliktsregel när en aktieägare fått kontroll över 30 procent av kapital eller röster nämnas. Modellen med budplikt när en köpare kommit över en viss andel av aktierna eller rösterna, som hämtats från Storbritannien, har en helt annan betydelse i en svensk miljö med A- och B-aktieägare. På Londonbörsen finns regeln för att ge minoritetsaktieägare möjlighet att kliva av om en ny storägare dyker upp vars intentioner är osäkra. På Stockholmsbörsen handlar det istället ofta om att minoriteten, ofta en B-aktieägare som alltid haft den rollen, ska få möjlighet att få samma förmånliga bud som kontrollaktieägaren fått.

Under högkonjunkturåren 2004–2008 gjordes flera uppmärksammade affärer på Stockholmsbörsen där förvärv verkade förhållandevis lätta att genomföra. I några av dessa fanns kontrollaktieägare men i långt ifrån alla och det blev tydligt att de svenska uppköpsreglerna var illa lämpade för bolag med spritt ägande. Snarare har aktieägare med både förhållandevis lite ägarandel och kort placeringshorisont kunnat förskansa sig oproportionellt stort inflytande. Svensk bolagsstyrning, med svag företagsledarmakt, i kombination med en stark indexering av det institutionella fond- och försäkringssparande har spelat en avgörande roll för den här utvecklingen.

### **Gränsöverskridande företagsförvärv – exemplet Stockholmsbörsen**

Högkonjunkturåren 2004–2008, innan den globala ekonomiska krisen tog fart, förde med sig en stor affärsaktivitet på börserna runt om i Europa. Förvärvsaktiviteten var framför allt hög i länder som Holland och Storbritannien, länder som historiskt utmärkt sig för liberal marknadssyn och öppenhet. Men även Sverige uppvisade stor affärsaktivitet, även avseende gränsöverskridande affärer. Ofta visade det sig vara finansiella aktörer redo att arbitrera mellan olika regelsystem som var pådrivande för

utfallet, snarare än strikt affärs- mässiga överväganden från styrelsen i det uppköpta bolaget.

Den svenska marknaden för företagsförvärv kan därför utgöra ett exempel på hur börsbolag i ett enskilt EU-land med sin egen historik påverkas när spelreglerna förändras för de inblandade aktörerna i syfte att harmonisera EU:s inre marknad, ett arbete som dessutom gjorts i en miljö med starka och aktiva finansiella aktörer. Under de här åren köptes Skandia upp av det brittiskt-sydafrikanska försäkringsbolaget Old Mutual, OMX blev amerikanskt, Scania fick tysk huvudägare, det av Kinnevik kontrollerade Invik såldes till isländska Milestone. Samtidigt sålde svenska staten Vin&Sprit till franska ägare och France Telecom förde preliminära icke fruktsamma samtal med styrelsen och ägarna i Telia-Sonera. Andra bolag köptes upp av utköpsbolag, som Capio, Gambro, Securitas Direct och det var bud- strid kring både svensk-finska Tietoenator och IBS.

Vid flera av förvärven har tillämpningen av svenska uppköps- regler, som utgått från EU:s regelverk men i huvudsak är försiktigt modellerad efter brittisk förebild, skett på ett sätt som står i konflikt mot vad som varit kutym bland aktörer på den svenska kapitalmarknaden. Det berör den svenska historiken med kontrollaktieägare, självreglering, minoritetsskydd men även tillämpningen av den svenska koden för bolagsstyrning. I sammanhanget har det visat sig att Aktiemarknadsnämnden, självregleringsorganet som ger ut- låtande om Stockholmsbörsens uppköpsregler, många gånger saknat verktyg och sanktionsmöjligheter för att hantera eller hindra oförutsedda och oönskade affärsaktiviteter och beteenden bland aktörer på finansmarknaden, inklusive mellanhänder som investmentbanker och jurister. Hösten 2009 ledde detta också till att Stockholmsbörsen antog nya reviderade svenska Uppköpsregler som tog in fler regler från den brittiska marknaden än tidigare samtidigt som en del av de specifikt svenska särdragen hanterades. Då hade dock ett antal bolag, bolagsstyrelser och minoritetsaktieägare "offrats" på vägen.

Det brittiskt-sydafrikanska försäkringsbolaget Old Mutuals fientliga bud på den svenska sparkoncernen Skandia i september 2005 blev mycket uppmärksammat i Sverige och andra länder. Själva förvärvet var inte problemet, Old Mutual hade skäl att vilja komplettera sin egen produktportfölj med ett snabbväxande sparbolag, dra ner sin egen exponering mot Sydafrika och bli stor nog att inkluderas i de viktiga index som stora institutionella placerare på Londonbörsen följde. Samtidigt utgjorde Skandia något av den perfekta uppköpskandidaten. Företaget var märkt av tidigare skandaler och aktiemarknadens förtroende för Skandias nya och oprövade företagsledning lågt. Flera verksamheter hade sålts av och gjort Skandia sårbart affärsmässigt. Dessutom hade bolaget 2005 en helt öppen ägarbild.

Problematiken kring Skandia-budet, och upprördheten bland vissa aktieägargrupper, politiker och media, handlade om att uppköpet gjordes på ett sätt där styrkeförhållandena mellan det köpande bolaget och budbolaget inte var jämbördigt. Institutionella investerare, med förhållandevis små aktieposter och ofta kortsiktig placeringshorisont, hade 2004 full kontroll över Skandias valberedning och styrelsetillsättning. Maktbalansen mellan vd, styrelse och aktieägare blev otydlig. När Old Mutual dök upp som intressent våren 2005 försattes målbolagets styrelse i en svår sits. Bland annat var det oklart hur styrelsen skulle förhålla sig till budgivarens krav på att få göra en due diligence (det vill säga genomgång av icke publikt material) och vilken roll den rådgivande investmentbanken skulle få spela, och sedermera kom att spela. Det svenska regelverket kring uppköp som säger att en styrelse ska förhålla sig passiv i en budsituation och avge en rekommendation senast två veckor innan ett bud gått ut visade sig göra ett fientligt uppköp relativt lätt på en marknad med hedge-fonder, aktivistfonder och institutionella investerare som mer följer index än bolag, och därmed agerar kortsiktigt och ofta är snabba att sälja i en budsituation, vilket inte nödvändigtvis är bra för de slutliga aktieägarna eller för samhället i stort. Dessutom visade det sig att det svenska regelverket för minoritetsaktieägare i försäkringsbolag, som följer försäkringsrörelselagen, var svagare än det regelverk som finns i aktiebolagslagen, vilket budbolaget utnyttjade för att driva igenom budet. Försäkringsrörelselagen har därefter

skrivits om.

Spelreglerna har även förändrats för aktieägarna i bolag med A- och B-aktier och en dominerande kontrollaktieägare. Det rör främst den så kallade budpliktsregeln. Det tyska lastbilsföretaget MAN:s fientliga bud på den svenska konkurrenten Scania hösten 2006 illustrerar problematiken. Affären hade sitt ursprung i det av Wallenberg kontrollerade Investors försäljning av Scania-aktier till tyska Volkswagen 2001, varefter de två kom att gemensamt kontrollera 23 procent av aktierna och 50 procent av rösterna i Scania. När MAN lade sitt bud på Scania fem år senare satte sig både facket och Investor på tvären, och fick tillslut med sig Volkswagen varefter affären föll.

Tyska arbetsmarknadslagar i kombination med tyskt fackligt in- flytande i MAN:s styrelse gjorde att det svenska facket, såväl som företagsledningen kom att misstro budskapet om samgående på lika villkor. I sammanhanget spelade även det tyska regelverket kring Volkswagen in där delstaten Nedersachsen kontrollerade VW på ett sätt som står i strid med EU:s regelverk (och vållat en hel del uppmärksamhet i samband med den utdragna maktkampen mellan lyxbilstillverkaren Porsche och Volkswagen). Under maktkampen mellan Scania-MAN-VW hösten 2006 var det tydligt att striden inte utspelades mellan jämbördiga parter eftersom varken Scania eller MAN kunde utmana det delstatskontrollerade VW. Vintern 2008 slog nästa regelproblem igenom, när Volkswagen överraskande utnyttjande ett undantag i de svenska budpliktsreglerna för att köpa Investors aktier dyrt och få kontroll över 71 procent av aktierna och 91 procent av rösterna utan att lägga ett likvärdigt bud på hela Scania. Den 30-procentiga budpliktsregeln har därefter varit föremål för diskussion och inom det svenska justitiedepartementet pågår förberedande arbete för att införa ytterligare gränsvåer.

Problematiken kring A- och B-aktier och budplikt syns även i isländska Milestones uppmärksammade bud på det av familjen Sten- beck och Kinnevik kontrollerade finanshuset Invik 2007. Milestone betalade en premie för A-aktierna vilket resulterade i hård kritik från B- aktieägarna varav flertalet tongivande internationella institutionella

investerare. Kritikerna menade att den kontrollerande A-aktie-ägaren, det vill säga Kinnevik, förhandlat för samtliga aktieägare och genom premien tillskansat sig en förmögenhetsöverföring från B- till A-aktieägarna, vilket därmed stred mot likabehandlingsprincipen i aktiebolagslagen. I samband med att de svenska uppköpsreglerna reviderades hösten 2009 införde Stockholmsbörsen även en regel om lika pris för A- och B-aktier i samband med uppköp.

### **EU:s bolagsstyrning efter den ekonomiska krisen**

Det senaste decenniet har merparten av forskningen på bolagsstyrningsområdet liksom hela EU:s arbete för en gemensam marknad handlat om olika sätt att stärka aktieägarnas totala makt över företagen. Kampen om Skandia, som pågick åren 2004–2006, ger i det sammanhanget perspektiv på svårigheterna med att anpassa lokala regelverk för att fungera bättre på en till synes gemensam europeisk kapitalmarknad. Den världsekonomiska krisen 2008 och framåt har därefter både komplicerat bilden och lett till uppvaknanden där den kontinentaleuropeiska intressentmodellen tagits fram som alternativ till den amerikansk-anglosaxiska aktieägarvärdemodellen. Det syns genom att länderna i Europa ofta valt olika sätt att hantera nationella industrikriser där exempelvis regeringarna i både Tyskland och Frankrike var snabba med att utlova statligt stöd till den krisdrabbade fordonssektorn medan både Storbritannien och Sverige valde att gå mer försiktigt fram. Det har även funnits tydliga ideologiska skillnader i synen kring val av metod för att begränsa vad politiker oavsett färg sett som demokratiskt orimliga ersättningspaket till ledande befattningshavare och högavlönade specialister inom den havererade och statligt stödda finanssektorn.

Den fortsatta inriktningen på EU:s arbete inom bolagsstyrningsområdet kan delas upp längs två spår: Dels bidrar den ekonomiska krisen till att pendeln slår tillbaka där själva synsättet på styrning förskjuts mot intressentmodeller som ser aktieägarna som en av flera intressenter vid sidan av långivarnas roll, de anställdas och samhället i stort (det vill säga skattebetalarnas). I den miljön blir långsiktighet i ägarkollektivet, snarare än

kortsiktighet, mantra bland reglerarna. Dels har en rad uppmärksammade bolagsaffärer och bolagskrascher satt fokus på aktieägarnas bristande möjlighet att engagera sig i bolagsstyrningsprocesser på ett aktivt och ansvarsfullt sätt.

Den akuta finanskrisen hösten 2008 ledde till att EU-kommissionen på kort tid tvingades göra en översyn av regelverket kring samhällsviktiga institutioner som banker och försäkringsbolag. Redan i februari 2009 lade en till EU-kommissionen rådgivande grupp, under ledning av ordförande Jacques de Larosière, fram en rapport som adresserade hur EU ska få bättre kontroll på finansmarknaderna och återskapa förtroendet för aktörerna. Rapporten föreslog inrättandet av ett europeiskt råd för riskkontroll för att bedöma de stora övergripande frågorna, samt ett europeiskt system för finansiell övervakning som ska samordna tillsynen av finansmarknaden (se även Thomas Ordebergs kapitel i denna volym för en diskussion om dessa förslag). En snarlik rapport presenterades samtidigt av Storbritanniens finansinspektion, Turner-rapporten. Flera av förslagen adresserar näringslivet i stort, och innehåller hårdare regler kring ersättning till ledande befattningshavare, tydligare ansvar från styrelseledamöter, liksom mer utbildning, samt central övervakning av hedge-fonder och utköpsbolag. Sommaren 2009 kom Storbritannien med en uppföljning till Turner-rapporten, Walker-rapporten, som direkt behandlade problemen med snedvridande incitamentssystem i finanssektorn och institutionella aktieägares bristande ansvarstagande för den långsiktiga bolagsstyrningsprocessen. G20-gruppens möte i september gick vidare i denna anda, där regeringarna tillsammans pekade tydligt på värdet av lika spelregler, inte minns på området för begränsningar av ersättningarna till anställda i finanssektorn. I USA pågår ett liknande arbete avseende översyn av bonusar samtidigt som även aktieägarnas rätt till inflytande stärkts genom möjlighet att för första gången själva föreslå styrelsekandidater (åtminstone en eller två) till stämman. Hösten 2009 pågick en livlig debatt i Europa kring kommissionens planerade direktiv för övervakning och reglering av alternativa investeringsfonder som hedgefonder och utköpsbolag.

I den här miljön har EU-kommissionen tonat ner kritiken mot kontrollaktieägares roll,



som i vissa sammanhang visat sig bidra till en sund bolagsstyrning snarare än tvärt om. Istället adresseras frågan kring minoritetsaktieägarnas ställning. Närståendetransaktioner, där huvudägaren kan styra affärer och utdelningar till eget bolag, är ett problem i exempelvis Italien men inte i Sverige. En lösning skulle då kunna vara att EU lagstiftar om att minoritetsaktieägare ska få ökade möjligheter att utse minoritetsrevisor eller särskild granskningsman. Den rättigheten finns i dag i Nederländerna och Sverige, men inte i södra Europa. I sammanhanget kan beslutet från Näringslivets börs- kommitté NBK (i de reviderade svenska uppköpsreglerna från våren 2009) att tvinga budgivare erbjuda samma pris för både A- och B- aktier i samband med en budsituation ses som exempel på en lokal "frivillig" anpassning, som möjliggör för rösträttsdifferentieringen att bli kvar men tar bort en del av de ekonomiska fördelarna av kontroll.

I EU:s arbete med att stärka minoritetsaktieägarnas rättigheter kan även nationella koder för bolagsstyrning ges en centralare roll än de har i dag. Koderna, som är framtagna efter brittisk modell med "följa eller förklara", det vill säga att man följer koderna eller att man måste motivera varför om man avviker från dem, saknar praktisk betydelse i bolag som har en kontrollerande aktieägare och minoriteten ett minimalt inflytande. Den svenska koden utgör inte något undantag. En lösning på detta skulle kunna vara att stärka ställning- en för oberoende ledamöter. En möjlighet är att avkräva oberoende ledamöter på besked i bolagsstyrningsrapporten om de står bakom huvudaktieägaren eller inte. En sådan utveckling kan påverka Sveriges i sammanhanget avvikande definitionen av vad en "oberoende" styrelseledamot är. En möjlig utveckling blir att EU-kommissionen arbetar för att ta fram en standardmässig formulering på vad oberoende ledamöter är. Den brittiska definitionen, där oberoende betyder just oberoende från allt och alla, utgör åtminstone hälften av ledamöterna i styrelsen, och en mandatperiod i styrelsen som inte överskridit åtta år, kan fungera som förebild.

För att ett system med "följa eller förklara" ska fungera så måste samtidigt aktieägarna ha möjlighet att rösta på bolagsstämman, och därmed utnyttja sin rätt att tvinga

styrelsen att agera i för aktieägarna önskvärd riktning. Men europeiska aktieägare finner det fortfarande svårt att utnyttja sin rösträtt över nationsgränserna. Aktieägarrättighetsdirektivet från 2007 beskrivs allmänt som ett misslyckande eftersom det bara slog fast att aktieägarnas rättighet skulle stärkas, men inte hur det skulle ske praktiskt. Återigen attackeras en av finansteorins grundvalar där en del forskare menar att det inte har att göra med någon passivitet, där små aktieägare skulle vara rationellt apatiska på det sätt som Berle och Mean beskrev. Förklaringen ligger snarare i juridiska och praktiska svårigheter med gränsöverskridande röstning på bolagsstämmor. Till svårigheterna hör registrering, som ibland sker långt i förväg i stället för enkelt via internet. I en del länder kan bankerna kontrollera aktieägarnas röstning, då aktierna är deponerade i banken. I en del länder finns även begränsningar där det exempelvis kan krävas ett ägande på fem procent för att kunna ta upp en fråga till omröstning.

I Bryssel pågår även ett intensivt arbete i motsatt riktning – det långsiktiga ansvarstagandet – där institutionella investerare över hela Europa ska växa i sin roll som ägare och utöva långsiktigt ägarinflytande i börsbolagen. Med långsiktighet menas här en placeringshorisont på ungefär fem år. I fokus står pensionsfonder, som har långsiktiga åtaganden mot sina sparare, men som de senaste åren agerat alltmer kortsiktigt. Finansteorins idéer om portföljallokering för att dra ned risken och öka avkastningen, med efterföljande indextänkande och kortsiktig kvartalskapitalism, fungerar bristfälligt som placerings- filosofi för exempelvis långsiktiga pensionsfonder.

I en miljö där alla agerar likadant skapar ett kortsiktigt placerings- beteende sammantaget inget mervärde för samhället i stort. Det går därmed inte att bunta ihop institutionella investerare med vanliga små privata aktieägare. Som ägare fungerar de ofta inte alls. I Sverige är de svenska aktiefondernas "aktiva" och "passiva" agerande i Skandia under 2000-talet ett exempel på det. Men en alltför stor andel kapital med kortsiktiga avkastningskrav har även svårt att hantera ägaransvaret när de investerar i bolag med stora investeringsbehov. Det rör industrier som infrastruktur, gruvor, pappers- och fordons- sektorn. Studier visar också att aktivist- och hedgefonder, som

egentligen har sin upprinnelse i den amerikanska aktiemarknaden, har friare förutsättningar att agera och större möjlighet till inflytande på den europeiska marknaden, jämfört med den amerikanska. Sverige är förmodligen friast av alla.

Bland förslag på lösningar kan nämnas att EU:s regelverk kan utvecklas för att uppmuntra långsiktigheten bland pensionsfonder genom att förmå större aktieäggande i ett mindre antal företag, exempelvis genom att utveckla en styrmodell som gör det lönsamt för institutionella aktieägare att äga större aktieposter, uppmuntra institutionella ägare att ta plats som oberoende ledamöter i styrelser (en följd av större aktieäggande), samt skapa skattefavörer för ägande över fem procent, eller möjliggör högre aktieutdelning för långsiktigt innehav. I den brittiska Walkerrapporten från sommaren 2009 diskuteras även möjligheten för institutionella aktieägare att ha större kontakt med varandra och med styrelsen i bolagsstyrningsfrågor utan att för den skull bryta mot de samarbets- och insiderregler som finns i brittisk lag och den brittiska bolagsstyrningskoden. Debatten kring detta har tydliga likheter med hur den svenska aktiemarknaden successivt arbetat sig fram till ett fungerande system för valberedningar. Andra studier pekar på att hedgefonders aktivitet på den europeiska aktiemarknaden öppnat för olika former av missbruk. Exempelvis pågår en omfattande aktieutlåning mellan institutionella placerare som medför att aktörer kan köpa rösträtt, för att kunna agera på en stämma. En variant av detta är när placerare genom olika arbitrageaffärer sålt av den ekonomiska exponeringen mot bolaget men ändå behållit rösträtten. I Sverige utnyttjades den möjligheten när exempelvis en grupp hedgefonder tog kontrollen över Skandias nomineringskommitté i samband med Old Mutuals fientliga bud på Skandia 2005.

Även den omvända möjligheten missbrukas där olika derivat-instrument används för att dölja röstmakt alternativt begränsa den ekonomiska exponeringen i ett specifikt bolag. Den här utvecklingen har bland annat bäring på budpliktsregler som träder i kraft när en aktieägare fått kontroll över 30 procent av kapital eller röster. Förfarandet påminner om tyska Porsches aktiekupp i Volkswagen 2008, men det finns även svenska exempel.

För trovärdigheten på aktiemarknaden är det viktigt att EU får ett system där alla aktieägare både har rätt att rösta och där det framgår tydligt för vem röstning sker. Gränsöverskridande röstning kan ses som ett typfall där EU behöver agera gemensamt för att få fram en standard.

### **Mer harmonisering på väg?**

Processen för bolagsstyrning i Europa har förbättrats avsevärt under det senaste årtiondet. Det beror delvis på tydliga och harmoniserade regler kring de börsnoterade bolagen, men också på det arbete som görs av de övervakande myndigheterna på respektive marknad. Dessutom finns idag en utbredd förståelse även utanför näringslivet för betydelsen av bra bolagsstyrning för att kunna bygga konkurrenskraftiga bolag och välfärd för samhället i stort. Den tidigare utvecklingen där EU i stor utsträckning lutade sig mot angloamerikansk finanskapitalism och där en stor del av konvergensarbetet på bolagsstyrningsområdet modellerades efter den brittiska tolkningen av aktieägarvärde, verkar i spåren av den globala ekonomiska krisen ha kommit till ända.

Det är numer tillåtet att tala om värdet av kontrollaktieägare och inte bara spritt aktieäggande. I EU:s arbete med att harmonisera regler för marknaden för företagskontroll medför detta synsätt att problematiken kring maktbalansen mellan kontrollaktieägare och minoritetsaktieägare i samband med exempelvis ett utmanande uppköp tonas ned. Huvudfrågan i Kontinentaleuropa är istället hur man ska kunna skydda minoritetsaktieägare mot maktfullkomliga kontrollaktieägare och hur styrelseledamöter ska förmås att agera självständigt i syfte att leva upp till sitt uppdrag att serva samtliga aktieägare. Dessutom är pressen stor på EU att hitta sätt att skapa en aktivistmarknad med förmåga att utmana kontrollmakten.

Fokus är tydligt mot rättigheterna – och skyldigheterna – för Europas institutionella investerare. Idag har ungefär en tredjedel av investerarna på den Europeiska

aktiemarknaden utländsk hemvist. Dessa institutionella investerare har behov av transparens och reciprocitet och liknande verktyg för att på ett effektivt sätt kunna vara långsiktigt delaktiga i börsbolagens styrning. Det berör inställningen till stora förvärv och affärer likväl som nivån på incitamentsprogram till företagsledningen.

Storbritannien har dragits med i detta arbete. I ovan nämnda Walker-rapport förespråkas större samarbete mellan institutionella aktieägare i syfte att driva bolagsstyrningsfrågor med större kraft, något som kan tolkas som en uppgörelse med britternas tidigare dogmatiska förhållningssätt till värdet av både spritt aktieäggande och totalförbud för institutionella aktieägare att samverka genom allianser. Den svenska revideringen av Stockholmsbörsens uppköpsregler hösten 2009 är en variant på samma tema och har rönt uppmärksamhet över hela Europa.

För EU:s framtida arbete med att harmonisera bolagsstyrning och skapa förutsättningar för en effektiv marknad för företagskontroll gäller det att hitta en bra mix mellan direktiv och rekommendationer. I sammanhanget är bättre förståelse för nationella särdrag – historiska, kulturella och regleringsmässiga – en nödvändighet för att enskilda länder både ska kunna hantera egna problem och kunna utveckla ett konkurrenskraftigt näringsliv med hjälp av en fungerande inhemsk aktiemarknad. En av EU gemensam utvärdering och löpande uppföljning av effektiviteten hos nationella bolagsstyrningskoder är ett steg i rätt riktning. Men det behövs mer. På nationell nivå brottas EU:s medlemsländer fortfarande med problem som inte enbart kan lösas i Bryssel. Sverige dras exempelvis med flera nationella styrningsfrågor som tillämpningen av valberedningar, budpliktsgränser, liksom styrelseledamöters svaga mandat visavi aktieägare oavsett om de har långsiktiga eller kortsiktiga intressen i bolagsstyrningsprocessen. I förlängningen kommer Sverige exempelvis att behöva se över styrmekanismerna i bolag med en öppen aktieägarstruktur, om inte annat så för att kunna erbjuda en tillväxtmiljö på Stockholmsbörsen även för bolag som saknar huvudägare eller kan komma att förlora den när kontrollaktieägare av olika skäl väljer att sälja sina aktier direkt i marknaden. Kanske leder det till en diskussion om exempelvis

fleråriga mandat för ledamöter, ett tidigare tabu inom svensk bolagsstyrning.

I efterdyningarna av den världsekonomiska krisen, där Europas näringsliv behöver stärka sina balansräkningar med friskt kapital och institutionella placerare avkrävs större ansvarstagande, torde förutsättningarna för att åstadkomma mer harmonisering på bolags- styrningsområdet inom EU – fri från nationell protektionism – vara bättre än de varit på länge. För en lokal marknad som Sverige gäller det samtidigt att noga följa G20:s och EU:s arbete med att skapa lika spelregler så att inte ännu fler svenska bolag försvinner utomlands som en följd av regelarbete av finansiella aktörer.

## Källor och litteratur

För att förstå bakgrunden till EU kommissionens arbete på bolags- styrningsområdet under 2000-talet är det nödvändigt att utgå från Winterrapporten från 2003, "Modernare bolagsrätt och effektivare företagsstyrning i europeiska unionen – Handlingsplan". Till raden av EU direktiv av betydelse för utvecklingen på bolagsstyrningens område hör Uppköpsdirektivet från 2004 och direktivet för aktieägarnas rättigheter 2007. I artikeln "Harmonisering av bolagsrätten inom EU – fortfarande vind i seglen?" (Nordisk Tidskrift for Selskabsret, 1/2007) ger Rolf Skog en svensk utblick kring de olika reglerna som EU tagit fram inom bolagsrättens område fram till 2007.

Grundstenen till det som kommit att bli det moderna bolags- styrningsfältet lades av duon Adolf A. Berle och Gardiner C. Me- ans i sin bok om framväxten av företagsledarkapitalismen från 1932, *The Modern Corporation and Private Property* (New York: Macmillan). Relationen mellan principalen (ägaren) och vd (agenten) utvecklas av duon Michael C. Jensen och William H. Meckling i "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" (*Journal of Financial Economics* 3:4, 1976). Betydelsen av en effektiv marknad för företagskontroll och fientliga bud som bolagsstyrnings- instrument utvecklas av Henry G. Manne i "Mergers and the Market for Corporate Control", (*The Journal of Political Economy* 73:2, 1965) men framförallt av Michael C. Jensen och Richard S. Ruback i "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence" (*Journal of Financial Economics* 11:1–4, 1983).

För en genomgång av svensk bolagsrätt och framväxten av den svenska bolagsstyrningsmodellen fungerar Clas Bergström och Per Samuelssons *Aktiebolagets grundproblem* (Stockholm: Nordstedts juridik, 2009). En översikt av den svenska historiken kring ägande och bolagsstyrning erbjuds i Sophie Nachemson-Ekwall "Den

svenska ägarmarknaden de senaste 60 åren (1948–2008)”, som publicerades i samband med SNS 40 årskonferens 2008. Viktiga arbeten kring det svenska systemet med A- och B-aktier och dess betydelse för bolags- styrningen finns i Hans T:son Söderström med fleras, *Ägarmakten och omvandling, den svenska modellen utmanad*, Ekonomirådets rapport (Stockholm: SNS, 2003). För en bra beskrivning av utvecklingen historiskt se Magnus Henrekson och Ulf Jakobsson, *”Den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll vid skiljevägen”* (Expertgruppen för Studier i Samhällsekonomi, Finansdepartementet, 2006). Den gränsöverskridande uppköpsprocessen där det sydafrikanskt-brittiska Old Mutual lade ett fientligt bud på Skandia 2005 har studerats av Sophie Nachemson-Ekwall, Markus Kallifatides och Sven-Erik Sjöstrand i ett forskningsprojekt om bolagsstyrning i finanskapitalismen. Det kommer ut i bokform på Cheltenham: Edward Elgar, 2010.

Bland de forskare som tydligt influerat EU:s syn på bolagsstyrning de senaste åren märks framförallt Rafael La Porta, Andrei Shleifer och Robert W. Vishny:s serie av artiklar 1997, 1999 och 2000 om kopplingen mellan en väl fungerande aktiemarknad med spritt ägande och olika rättstraditioner. Problematiken med kontrollaktieägare och minoritetsaktieägare behandlas av Mike Burkart, Denis Gromb och Fausto Panunzi *”Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm”* (Quarterly Journal of Economics 112:3, 1997). Att ägarkoncentration inte är odelat positivt diskuteras av Mike Burkart och Samuel Lee i *”The One Share – One Vote Debate: A Theoretical Perspective”* (ECGI Finance Working Paper 176/2007), samt Lucian A. Bebchuk *”The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy”* (Delaware Journal of Corporate Law 12, 1988).

Till verk som väljer att koppla ihop europeisk bolagsstyrning till nationella särdrag, hör Mark J. Roe *Political Determinant of Corporate Governance* (Oxford: Oxford University Press, 2003), samt Neil Fligstein och Jennifer Choo *”Law and Corporate Governance”* (Annual Review of Law and Social Science 1, 2005). För en förståelse av olika ägares målfunktioner föreslås Ruth V. Aguilera och Gregory Jackson *”The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants”* (Academy of Management Review 28:3, 2003). En genomgång av de olika ägarmodellerna i Europa görs av Marco Becht i hans kapitel *”Reciprocity in Takeovers”*, i Guido Ferrarini, Klaus J. Hopt, Jaap Winter och Eddy Wymeersch (red.) *Reforming Company Law and Takeover in Europe* (Oxford: Oxford University Press, 2003).

För en förståelse av de aktuella frågorna på bolagsstyrningsområdet som berör aktivister, hedgefonder och minoritetsaktieägare föreslås en genomgång av hur Hermes aktivistfond arbetar i Marco Becht med flera, *”Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund”* (ECGI Finance Working Paper No. 138/2006), liksom Ronald J. Gilson *”Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy”* (Harvard Law Review 119:6, 2006). En kritisk text som hanterar framväxten av nationella bolagsstyrningskoder utgörs av Eddy Wymeersch, *”Corporate Governance Codes and Their Implementation”*

(University of Gent Financial Law Institute Working Paper No. 2006–10, 2006).

Kraven på bättre bolagsstyrning i spåren av finanskrisen 2008 utvecklas i de Larosiere-rapporten från EU-kommissionen 2009 och Turner-rapporten från den brittiska finansinspektionen, FSA. Det brittiska finansdepartementet gav sommaren 2009 även ut den så kallade Walker-rapporten som gjort en översyn av de rörliga ersättningssystemen i banksektorn och institutionella aktieägares ansvar i bolagsstyrningsprocesser.

*///*