

2011-04-20

Justitiedepartementet
Ju.L1@justice.ministry.se

YTTRANDE ÖVER EU-KOMMISSIONENS GRÖNBOK OM BOLAGSSTYRNING I EU

Diariennr Ju2011/2880/LI

Kollegiet för svensk bolagsstyrning ("Kollegiet") har av Justitiedepartementet beretts möjlighet att lämna synpunkter på EU-kommissionens ("Kommissionen") grönbok om bolagsstyrning, *Green Paper on the EU corporate Governance framework (COM(2011)164* ("Grönboken").

1 ÖVERGRIPANDE KOMMENTARER

När det gäller frågan om reglering på bolagsstyrningsområdet finns enligt Kollegiets uppfattning ett antal grundläggande principer som bör beaktas. Dessa framgår av Kollegiets skrivelse av den 31 januari 2011, vilken bifogas detta yttrande som Bilaga 1. Av dessa principer vill Kollegiet särskilt framhålla följande.

1.1 Finns behov av ökad reglering på bolagsstyrningsområdet?

Nya eller utökade regler på bolagsstyrningsområdet bör, som på andra områden, vara grundade på ett väl underbyggt behov av sådan reglering. Särskilt bör det kunna påvisas att nyttan av den nya regleringen tydligt överstiger kostnaderna. Kommissionen har inte presenterat något relevant underlag av sådant slag. Den mycket begränsade och metodologiskt förenklade intervjurunda som företagits inom ramen för arbetet med Grönboken, tillsammans med av Kommissionen anordnade samrådsmöten m.m., kan inte anses utgöra tillräcklig grund för de långtgående regleringsförslag som framförs i Grönboken.

Snarare får man intryck av att den diskussion som förts kring styrningen av finansiella företag, bland annat i Kommissionens grönbok om bolagsstyrning inom finanssektorn,¹ spillt över på börsbolag generellt. Exempelvis anförs i ett inledande avsnitt i Grönboken att bolagsstyrning är ett sätt att komma till rätta med "excessive risk-taking", vilket känns igen från diskussionen kring finansiella företag men känns främmande i samband med börsbolag i största allmänhet. Kollegiet ifrågasätter starkt huruvida en undermålig riskhantering i ett begränsat antal finansiella företag motiverar nya kostsamma regler för alla europeiska börsbolag.

När det gäller kostnadsaspekten bör man även beakta de börsnoterade bolagens konkurrenskraft gentemot andra ägarmodeller, inte minst s.k. Private Equity-bolag med väsentligt lägre regelkrav i flera avseenden, men även gentemot bolag från länder utanför EES-området. Kostsam reglering utan motsvarande nytta försämrar incitamenten för börsnotering, vilket är kontraproduktivt från samhällssynpunkt.

En grundläggande synpunkt är därför att, innan ytterligare reglering införs, behovet av och kostnaderna för detta noga bör undersökas och utvärderas. Kollegiet anser att Kommissionen

¹ Green Paper – Corporate governance in financial institutions and remuneration policies: COM(2010)284 final.

inte har påvisat att något ytterligare regleringsbehov av den omfattning och inriktning som diskuteras i Grönboken för närvarande föreligger.

1.2 Mindre detaljreglering och mer principbaserad reglering

Modellerna för bolagsstyrning i EU:s medlemsstater skiljer sig åt i väsentliga avseenden. Trots idoga försök under 1970- och 80-talen från Kommissionens sida har man inom EU inte lyckats ena sig om en gemensam bolagsstyrningsmodell. Förenklat brukar man skilja mellan tre olika sådana modeller, men en mer ingående analys visar på betydande skillnader mellan samtliga medlemsstater.

De regler för bolagsstyrning som Grönboken behandlar kan i princip ses som en påbyggnad på bolagsstyrningsreglerna i respektive lands nationella bolagsrätt. Det innebär att gemensamma detaljregler på EU-nivå, förutom i enstaka undantagsfall, inte kommer att fungera på ett tillfredsställande sätt i samtliga rättsordningar. Kommissionens notoriska svårigheter att få EU-gemensam reglering på detta område genomförd på ett enhetligt sätt i medlemsstaterna är en tydlig illustration av detta.

Kommissionen borde därför istället inrikta sig på en mer principbaserad reglering, där det underliggande syftet med en viss regel tydliggörs medan dess exakta utformning för att uppnå syftet kan anpassas till förutsättningarna i varje land. Ett sådant förfaringsätt skulle dels underlätta för medlemsstaterna att införa nationella regleringar som uppfyller det avsedda syftet på ett bättre sätt än med nuvarande system, dels skulle det göra det möjligt för Kommissionen att med större beslutsamhet än hittills kräva att så verkligen sker. Mycket talar för att ett sådant tillvägagångssätt i slutänden skulle leda till en högre grad av harmonisering av bolagsstyrningen inom unionen på principiell nivå, även om reglernas konkreta utformning kunde skilja sig åt i betydande grad, jämfört med vad som kan uppnås med den hittills tillämpade strategin.

2. KOMMENTARER TILL ENSKILDA FRÅGOR

I detta avsnitt kommenteras kortfattat de frågor som tas upp i Grönboken med hänvisning till dess numrering av avsnitt och enskilda frågor.

Särreglering för mindre bolag samt regler för onoterade bolag

Fråga 1, huruvida särskilda regler ska utformas för mindre börsnoterade bolag, är en fråga som Kollegiet ingående prövade i samband med revideringen av Svensk kod för bolagsstyrning ("Koden") 2008 inför breddningen av dess tillämpning till att omfatta samtliga börsnoterade bolag. Kollegiet kom till slutsatsen att inte göra någon sådan åtskillnad, och bedömningen är att detta är giltigt även för reglering på EU-nivå med följande motivering:

För det första är det svårt att på internationell nivå dra en generell gräns för vad som ska anses utgöra större respektive mindre bolag eftersom detta varierar kraftigt mellan olika marknader. Vad som är ett medelstort bolag på en marknad kan vara ett stort bolag på en annan marknad och ett litet på en tredje. För det andra finns det i princip inga skäl att ställa lägre krav på bolagsstyrningen i mindre än i större börsbolag. En enligt Kollegiets uppfattning bättre strategi är att utforma regler på en mer principiell nivå, som kan tillämpas på ett proportionellt sätt med hänsyn till verksamhetens omfattning och komplexitet, och att i övrigt hänvisa bolagen till att med tillämpning av principen "följ eller förklara" välja de lösningar de anser bäst lämpade i enskilda fall. Det senare förutsätter emellertid att denna princip tillämpas av reglerande och övervakande organ på ett sätt som gör att bolag inte behöver dra sig för att välja andra, och förbolaget bättre lämpade, lösningar än de rekommenderade så länge dessa redovisas och

förklaras på ett tydligt sätt, en förutsättning dock inte kan sägas vara för handen generellt inom EU idag.²

När det gäller **fråga 2** ser Kollegiet positivt på den utveckling av koder även för icke börsnoterade bolag som pågått sedan ett flertal år, inte minst i Sverige genom StyrelseAkademiens arbete³ men på senare tid också på europeisk nivå i regi av European Confederation of Directors' Associations (ecoDa).⁴ Samtidigt konstaterar Kollegiet att frågan faller utanför dess uppdrag, varför Kollegiet avstår från att närmare kommentera den. En reglering på EU-nivå på detta område framstår dock som både omotiverad och svår att praktiskt genomföra. Det bör också noteras att det självfallet alltid står ägare av onoterade bolag fritt att ålägga sina bolag att tillämpa regler i en nationell kod eller andra regler som ägaren fastställer för bolaget. Så sker exempelvis i Sverige för bland annat vissa statligt ägda företag.

1. Styrelse

Flertalet punkter i detta avsnitt behandlar enligt Kollegiets uppfattning frågor avseende styrelsens sammansättning och arbete som generellt sett kan anses positiva – eller i några fall som rena självklarheter – men som Kollegiets inte anser att det för närvarande finns anledning att ytterligare reglera, särskilt inte på EU-nivå.

Att, såsom anges i **fråga 3**, befattningarna styrelseordförande respektive verkställande direktör inte ska innehas av samma person regleras idag i Sverige av aktiebolagslagen (2005:551) ("ABL"), och motsvarande regel finns i lag eller kod även i övriga nordiska länder. Behov av en sådan regel kan möjligen föreligga i länder som tillämpar den anglosaxiska styrelsemodellen medan den i bästa fall blir verkningslös i länder som tillämpar den tyska modellen. Där utgör den exekutiva ledningen ett separat organ, *Vorstand*, lett av en *Geschäftsführer* som inte får vara ledamot - och än mindre ordförande - i det överordnade organet *Aufsichtsrat*. Denna fråga är ett typiskt exempel på när en principbaserad reglering vore mer verkningsfull, t.ex. med innebörd att huvudansvaret för övervakande/kontrollerande respektive verkställande funktioner inte får åvila samma person.

1.1 Styrelsens sammansättning

Kollegiet finner det inte motiverat med ytterligare reglering avseende **frågorna 4-6** i Grönboken. Kollegiet delar uppfattningen att det ur vissa aspekter är bra med ökad mångfald i styrelserna när det gäller professionell bakgrund, kompetens och kön men anser att det primära alltid är att ledamöterna har rätt kompetens. I vilket fall anser Kollegiet inte att det är samhällets sak att föreskriva vilka personer ägarna vill ge förtroendet att förvalta deras egendom. I förlängningen riskerar sådan reglering att urvattna den privata äganderätten och därmed också ägarnas ansvar för sina bolag.

Det bör i stället klargöras att det är ägarnas ansvar att se till att bolaget har en ändamålsenlig styrelse. I den mån ägarna i vissa jurisdiktioner inom EU saknar tillräcklig makt och inflytande över styrelsetillsättningen för att bära detta ansvar är det snarare detta som bör åtgärdas. Det svenska systemet med en av ägarna utsedd och ledd valberedning, med tydligt uppdrag att nominera den för bolaget bäst sammansatta styrelsen, kan tjäna som förebild i det avseendet.

² Se EU-kommissionens undersökning *Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States*, september 2009.

³ *Vägledning för god styrelsesed*. StyrelseAkademien 2003 och 2009.

⁴ *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*. ecoDa 2010.

1.2 Styrelseledamöters tillgänglighet

Kollegiet anser inte att det, som aktualiseras i **fråga 7**, är möjligt att fastställa en detaljerad regel med begränsning av det antal uppdrag en styrelseledamot får ha. Inte heller kan Kommissionen anses ha påvisat något behov av en sådan regel.

1.3 Styrelseutvärdering

Av nu gällande rekommendationer från EU-kommissionen framgår att styrelsen årligen ska utvärdera sitt arbete, vilket i Sverige införts som en regel i Koden med krav på att utvärderingen ska ske genom ”en systematisk och strukturerad process”. Någon ytterligare reglering i detta avseende, som diskuteras i **fråga 8**, är enligt Kollegiets uppfattning obehövlig.

1.4 Ersättning till styrelseledamöter

Redan rubriken på detta avsnitt illustrerar problemet när detaljerad reglering, som utgår från det anglosaxiska bolagsstyrningssystemet med styrelser som består av en blandning av exekutiva och icke-exekutiva ledamöter, ska tillämpas i länder med andra styrelsemodeller.

Kollegiet ställer sig avvisande till ytterligare reglering när det gäller ersättningar till företagsledningen (exklusive VD), och beträffande styrelseledamöter och VD uppfyller svenska regler redan de krav som aktualiseras i **fråga 9-10**. Man kan också rent allmänt göra den reflexionen att det inte alltid leder till bättre bolagsstyrning när frågor ”delegeras uppåt” från styrelsen till bolagsstämman. Dels råder på bolagsstämman aktieägarmajoritetens makt oinskränkt i flertalet frågor medan styrelsen är förpliktad att beakta samtliga ägares intresse, dels är det svårt att utkräva ansvar av en ägarmajoritet på stämman. Det är heller inte till bolagens fördel om tiden på stämmorna i allt större utsträckning upptas av denna typ av administrativa frågor på bekostnad av diskussioner av affärsverksamheten.

1.5 Riskhantering

Att Kommissionen tar upp frågan huruvida styrelsen ska ansvara för bolagets riskhantering är förvånande och tyder på en bristande insikt om hur ett noterat bolag sköts. Självklart åligger det styrelsen att ansvara för bolagets riskhantering, inklusive dess ”risk appetite” (**fråga 11**) och att riskhanteringen är effektiv och anpassad till bolagets riskprofil (**fråga 12**). Det är i själva verket en av kärnpunkterna i styrelsens ansvar att ta kalkylerade risker och väga dessa mot möjliga vinster. Exakt hur detta ansvar ska fullgöras bör lämnas till den enskilda styrelsen att avgöra.

Vad gäller frågan om offentlig rapportering av bolagets riskprofil (**fråga 11**, andra ledet) förefaller den bygga på en tämligen oreflekterad parallell med verksamheter inom den finansiella sektorn. Det kan där vara möjligt att med rimlig precision identifiera, kvantifiera och limitera risker av olika slag, i första hand kreditrisker. För andra typer av företag däremot, där riskerna snarare är av typen marknadsrisker, kundrisker, affärsrisker, goodwillrisker m.m., är det betydligt svårare, för att inte säga omöjligt, att på ett meningsfullt sätt beskriva, kvantifiera och värdera dess olika risker och samla dem till en för omvärlden meningsfull beskrivning. Man kan också fråga sig hur långt det av konkurrensskäl vore rimligt att gå i krav på offentlig redovisning av bolagets riskprofil. Ätminstone på mer konkret nivå, som sannolikt krävs om redovisningen ska vara meningsfull för ägarna, riskerar man att komma nära rena affärshemligheter.

Av dessa skäl motsätter sig Kollegiet ytterligare reglering på dessa områden.

2. Aktieägare

Flertalet av de frågor som diskuteras i avsnittet om aktieägare handlar inte om bolagsstyrning i noterade bolag utan om den interna styrningen av institutionella investerare, dvs. hur dessa ska

styras för att tillvarata intresset hos sina egna investerare/finansiärer, samt att undanröja hinder för att dessa ska kunna göra åsikter gällande. Vidare behandlas intressekonflikter i kedjan mellan institutionen och dess ägarutövning.

Frågor av detta slag ligger utanför Kollegiets uppdrag, varför Kollegiet avstår från att kommentera **frågorna 13-19**.

2.6 Aktieägarinformation

Många noterade bolag upplever praktiska svårigheter när det gäller att kunna nå större utländska (icke EES) ägare för att diskutera exempelvis frågor om kapitalanskaffning, incitamentsprogram m.m. inför en bolagsstämma. Ofta blir man tvungen att föra en dialog via mellanhänder av typen proxy advisors och liknande. Ökade möjligheter till direktkommunikation med aktieägarna enligt **fråga 20** välkomnas därför.

2.7 Minoritetsrättigheter

Ett fungerande minoritetsskydd är en grundläggande del av aktiebolagsrätten i alla nationella system. Hur skyddet är utformat beror på både bolagsrättens uppbyggnad och omkringliggande regler och samhällsstruktur. I vissa delstater i USA tillförsäkras exempelvis en minoritet sina rättigheter genom möjligheten att enkelt kunna stämma bolagsledningen och snabbt få en dom. I andra länder återfinns minoritetsskyddet i större utsträckning i krav på stämmobeslut med särskild majoritet etc.

Det är mot denna bakgrund inte tillrådligt att laborera med utökade minoritetsrättigheter - som ju alltid sker på majoritetens bekostnad - utan att först tydligt ha definierat det missbruk eller de missbruksliknande situationer som anses behöva åtgärdas eller de andra övertygande skäl som kan finnas för reglering. Några övertygande argument av detta slag presenteras inte av Kommissionen. I den mån de kan finnas lämpar de sig också bäst för nationell lagstiftning.

Kollegiet anser det därför inte motiverat med ytterligare reglering på EU-nivå av de frågor som aktualiseras i **fråga 21**.

När det gäller regler för närståendetransaktioner (**fråga 22**), finns idag i Sverige genom ABL och börsernas regelverk väl fungerande skyddsmekanismer. För svensk del finns därför inget aktuellt behov av ytterligare reglering. Däremot finns det ingen anledning att motsätta sig försök till spridning av "best practice" inom EU på detta område.

2.8 Anställdas aktieäggande

Incitamentsprogram som innefattar utgivande av aktier till anställda ingår i många börsbolag som en del av ersättningen. Syftet är inte att tillförsäkra de anställda något särskilt inflytande i bolaget som aktieägare utan att skapa ersättningssystem som leder till ökad intressegemenskap mellan anställda och aktieägare.

Att försöka stödja sådana system i syfte att bygga upp en kader av ägare med särskilt långsiktig inriktning framstår enligt Kollegiets bedömning som en tämligen långsökt tanke. Dels finns det inget som *a priori* säger att anställda, i egenskap av privata investerare, skulle ha en mer långsiktig inriktning än andra investerare, dels torde deras sammanlagda andel av bolagets kapital och röster alltid komma att vara tämligen begränsat. Det kan heller inte anses vara samhällets sak att genom sådana åtgärder försöka påverka ägarstrukturen i privata bolag.

Kollegiet avstyrker därför de tankar av detta slag som kommer till uttryck i **fråga 23**.

3. Följ eller förklara

Kollegiet ställer sig i princip bakom Kommissionens tankegångar när det gäller tillämpningen av principen följ eller förklara. Mer informativa förklaringar behövs och bolagen bör, i enlighet vad som föreskrivs i Koden, inte bara motivera varje avvikelse från dess regler utan även beskriva den lösning man valt i stället (**fråga 24**).

När det gäller övervakningen av förklaringarna delar Kollegiet också Kommissionens uppfattning att detta bör ske avseende förklaringarnas informationsvärde men inte huruvida den valda lösningen är försvarlig från affärsmässig eller aktiemarknadens synpunkt.

I Sverige genomför Kollegiet en årlig genomgång av samtliga bolagsstyrningsrapporter och publicerar slutsatserna i sin årsrapport. Vidare övervakar börserna de noterade bolagens rapporter och kan föra uteblivna eller undermåliga förklaringar till sin respektive disciplinnämnd. Någon särskild förprövning av förklaringar med möjlighet att begära komplettering finns dock inte. Huruvida en förklaring är försvarlig från investerarsynpunkt, slutligen, avgörs av bolagets ägare och andra aktörer på aktiemarknaden.

Enligt Kollegiets uppfattning fungerar det svenska systemet i stort sett enligt den inriktning som anges i **fråga 24-25** och ser för svensk del inte något behov av ytterligare reglering på detta område. Däremot vore det angeläget med en mer enhetlig tolkning och tillämpning av koder baserade på principen följ eller förklara bland EU:s medlemsstater. En principbaserad reglering med detta syfte finns det därför anledning att stödja från svensk sida.