



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Lisa Petersson

Valberedningen i publika bolag
– en jämförelse mellan svensk och
amerikansk rätt

20 poäng

Handledare: Torsten Sandström

Ämnesområde: Börsrätt/bolagsrätt/komparativ rätt

Termin VT 2008

Innehåll

FÖRKORTNINGAR	1
1 INLEDNING	2
1.1 Syfte och frågeställningar	3
1.2 Metod och material	3
1.3 Avgränsningar	4
1.4 Disposition	6
2 RÄTTSEKONOMI – BAKGRUND TILL TEORIER OM BOLAGSSTYRNING	7
2.1 Bolagsstyrning	7
2.2 Ekonomisk teori	8
2.2.1 Samhällsekonomiskt välstånd	8
2.2.2 Homo economicus	9
2.2.3 Bolaget som ett nätverk av kontrakt och transaktionskostnader	9
2.3 Principal-Agentteorin	10
2.3.1 Uppdragsförhållande	10
2.3.2 Informationsasymmetri	10
2.3.3 Agentkostnader	11
2.4 Stakeholderperspektivet	11
2.5 Tillsättning av bolagsledningen	12
3 AMERIKANSK RÄTT	13
3.1 Introduktion till amerikansk bolagsrätt	14
3.2 Introduktion till amerikansk börsrätt	15
3.2.1 Proxies, rösträttsfullmakter	16
3.3 The Monitoring Model och independent directors – amerikansk rättsekonomisk diskurs	17
3.4 Delstatlig reglering av valberedningen	19
3.4.1 Model Business Corporation Act (MBCA)	19
3.4.2 Delaware General Corporation Law (DGCL)	19
3.5 Federal reglering av valberedningen	20
3.5.1 The Securities Acts och SEC	20
3.5.2 SEC regler	21

3.6	Självreglering	25
3.6.1	Nasdaq:s noteringskrav	26
3.6.1.1	Definition av oberoende	26
3.6.2	New York Stock Exchanges noteringskrav	27
3.6.2.1	Definition av oberoende	28
4	SVENSK RÄTT	30
4.1	Regler nära Aktiebolagslagen	31
4.1.1	Maktstrukturen i ABL och bolagsstämman	32
4.1.2	Tillsättning av styrelseledamöter	32
4.1.3	Likhetsprincipen och generalklausulen	33
4.1.4	ABL och valberedningar	34
4.2	Självreglering – Svensk kod för bolagsstyrning och AMN	34
4.2.1	Bakgrund	35
4.2.2	Koden och dess syfte	36
4.2.3	Problemet snäv rekryteringsbas till styrelser	37
4.2.4	Comply or explain – kort om Kodens rättsliga status	38
4.2.5	Valberedning i Koden	39
4.2.5.1	Arbetsuppgifter och arbetssätt	39
4.2.5.2	Offentliggörande av information	40
4.2.5.3	Ägarrepresentation, valberedningens sammansättning	42
4.2.5.4	Oberoende ledamöter	44
4.2.5.5	Ersättning för valberedningens arbete	45
4.2.5.6	Valberedningens ansvar för sitt arbete	45
4.3	Svenska valberedningar i praktiken	46
4.3.1	AMN:s uttalande 2006:31	46
4.3.1.1	Bakgrund	46
4.3.1.2	AMNs bedömning	47
4.4	Framtid	48
5	AVSLUTANDE KOMMENTARER	50
5.1	Komparativ analys	50
5.2	Valberedningens syfte	52
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	54
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	58

Förkortningar

AB	Aktiebolag
ABA	American Bar Association
ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
ALI	American Law Institute
AMN	Aktiemarknadsnämnden
CFR	Code of Federal Regulations
DGCL	Delaware General Corporation Law
HD	Högsta Domstolen
LVM	Lag om värdepappersmarknaden (2007:528)
MBCA	Model Business Corporation Act
Nasdaq	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NBK	Näringslivets börskommitté
NGM	Nordic Growth Market
NYSE	New York Stock Exchange
Prop	Proposition
PUL	Personuppgiftslagen (1998:204)
SEC	Securities Exchange Commission
SC	Supreme Court
USC	United States Code
USCA	United States Code Annotated

1 Inledning

Grundtanken med den publika aktiemarknaden är att förse företagen med investeringskapital. För att den publika handeln med aktier ska fungera som finansieringskälla för företagen är förtroende för marknaden avgörande. Aktiebolagets konstruktion, med dess åtskillnad mellan bolagsledning och ägande – mellan professionell ledning och dem som tillför kapital, är en av dess stora styrkor men kan på samma gång utgöra en risk för att förtroendet för bolaget äventyras. Man talar om att det inbyggt i aktiebolagets konstruktion finns en potentiell konflikt mellan ägare och bolagsledning, en risk för att ledningen missbrukar sin ställning. Det är därför av vikt att aktiebolaget har ett styrsystem som är både effektivt och säkrar att investerarna har förtroende för företaget. Frågor om detta styrsystem (kontroll och inflytande över aktiebolag) har under de senaste decennierna diskuterats flitigt under beteckningen *bolagsstyrning* eller *Corporate Governance*. En viktig del av bolagsstyrning är själva tillsättningen av aktiebolagets styrelse. Möjligheten för aktieägarna att utse företrädare med maktfunktioner inom bolaget är väsentlig för att de ska kunna utöva inflytande och försäkra sig om att bolagets verksamhet drivs i deras intresse. Ett instrument för att reglera processen vid tillsättande av bolagsledning är i Sverige och i USA en nomineringskommitté, i Sverige kallad valberedning. På senare år har, framför allt i Sverige, valberedningen fått stor uppmärksamhet.

I svensk lag stadgas att styrelsen i ett aktiebolag skall väljas av bolagsstämman (8:8 ABL). Motsvarande regel finns i amerikansk rätt. Regeln ger uttryck för uppfattningen att de som investerat kapital i verksamheten också ska ges möjligheter till bestämmande. Att styrelsen utses av stämman är emellertid en förenklad bild av verkligheten i ett publikt bolag. I praktiken är det vanligt att förberedelserna inför styrelseval sköts av en särskilt tillsatt valberedning/nomineringskommitté. Valberedningen har en viktig roll vid tillsättande av styrelsen. Valberedningar har kommit att få större betydelse och en plats i valberedningen ses ibland som en maktposition i sig.

Med Svensk kod för bolagsstyrning (Koden) kom år 2004 nya svenska regler om valberedningen, bland annat är en valberedning obligatorisk. Kodens regler blev i juli 2005 i och med Stockholmsbörsens noteringskrav bindande för samtliga bolag med ett marknadsvärde överstigande tre miljarder noterade på marknadsplatsen.¹ Valberedningen är visserligen ingen ny företeelse i svenska börsbolag men den svenska regleringen är relativt ung och dess rättsliga innebörd inte helt klarlagd. Bruket med valberedningar i aktiebolag är från början en angloamerikansk import. Också i USA har regleringen på området nyligen utvidgats. Uppsatsen handlar om vilka problem man försöker komma till rätta med genom valberedningen och hur. Den handlar också om vilka problem som finns

¹ Noteringskrav, 2006, *Bolagsstyrning*, 5.

med den nuvarande regleringen och om hur svensk och amerikansk rätt skiljer sig åt avseende nomineringskommittéer.

1.1 Syfte och frågeställningar

Uppsatsen syftar till att presentera och analysera valberedningen i såväl dess svenska som dess amerikanska form. Valet av ämne hänger samman med Kodens nya regler för valberedningar och meningen är att mot bakgrund av dessa utreda hur förberedelse- och nomineringsprocessen inför styrelseval ser ut i svensk rätt och illustrera vilka problem som finns förknippade med regleringen. Visst fokus finns därför på svenska rättsförhållanden. Valberedningens ändamål och funktion i svensk och i amerikansk rätt kommer följaktligen att behandlas och skillnader och likheter att belysas. Jämförelsen med amerikanska regler för valberedningen syftar till att ge ett större spektrum av argument, alternativa sådana och en större förståelse för överväganden bakom kravet på att inrätta en valberedning. Delfrågor som ska försöka besvaras är:

- Hur ser regleringen av valberedningar ut i Sverige respektive USA, hur är den utformad och genom vilken typ av normer sker regleringen?
- Vilka huvudsakliga överväganden och syften finns bakom normerna?

1.2 Metod och material

I uppsatsen används huvudsakligen en rättsvetenskaplig metod som består i att lag, förarbeten, praxis och doktrin kommer att studeras. Syftet är att utreda gällande rätt men också resonemang om hur rätten bör utformas berörs.

Inom ramen för ämnet finns också utrymme för att diskutera frågeställningarna ur ett rättsekoniskt perspektiv. Rättsekoniska argument används ofta för att förespråka en viss juridisk lösning och ekonomiska teorier har överlag stor betydelse för bolagsrätt och börsrätt. Naturligtvis är inte rättsekonisk teori någon enhetlig lära utan ett ekonomiskt perspektiv på juridiska regler. Framför allt i amerikansk doktrin förekommer så gott som alltid en rättsekonisk bakgrund och argumentation i diskussioner om bolagsstyrningsfrågor. Uppsatsen är dock i sin grund juridisk – teoretisk.

Uppsatsens form är komparativ. Den komparativa metoden har flera fördelar. Valberedningen, eller nomineringskommittén, är från början en angloamerikansk import. Valet av ämne ska dock inte tolkas som att den svenska valberedningen endast är influerad av amerikansk rätt. Kontinentaleuropeiska influenser har t.ex. varit viktiga. Den komparativa metoden bidrar på så sätt till ökad förståelse för valberedningens funktion och ger ytterligare perspektiv på dess användande. Eftersom förekomsten av mer detaljerade nedskrivna regler om valberedningar är en relativt ny företeelse i Sverige tjänar det jämförande perspektivet till att ge ett större

spektrum av argument för tolkningen av regler. Med amerikanska regler om valberedningen är det möjligt att argumentera för eller mot liknande lösningar i svensk rätt eller för framtida förändringar av rätten. Beskrivningen av regleringen i ett av föregångsländerna – USA – är också tänkt att i viss mån fungera som bakgrund till svenska förhållanden. Ofta jämförs i den offentliga debatten svensk modell för valberedningar med angloamerikansk och anglosaxisk modell men någon egentlig genomgång av vad den angloamerikanska modellen innebär påträffas sällan.²

I Sverige finns alltså huvuddelen av de juridiska normer som berör valberedningar i självreglering, närmare bestämt i Svensk kod för bolagsstyrning. I och med att dessa normer till sin karaktär skiljer sig från sedvanlig rättslig reglering såsom lag, förordningar och föreskrifter, måste också uppsatsens metod anpassas därefter. Koden är en vägledning i vad som utgör god bolagsstyrning. Koden innehåller inte strikta regler. Att bryta mot Kodens bokstav behöver inte innebära att ett bolag har handlat i strid mot god sed för bolagsstyrning. Avsteg från Kodens regler är tillåtet om avsteget kan motiveras.

Materialet som använts i uppsatsen består av lagtext, förarbeten och doktrin, både aktuell och äldre sådan. För den amerikanska delen har också SEC:s releases, ett slags förarbeten till myndighetens föreskrifter, använts. Dags- och veckopress har använts för att illustrera den debatt kring Koden och dess regler om valberedningar som pågått i det offentliga rummet. Den svenska självreglering som studerats är Svensk kod för bolagsstyrning, AMN:s uttalande och Stockholmsbörsens noteringskrav. För amerikansk del rör det sig i första hand om Nasdaq och NYSE:s noteringsavtal.

1.3 Avgränsningar

Mot bakgrund av uppsatsens metod och syfte har ett antal avgränsningar gjorts. Med valberedning avses den kommitté som har till uppgift att ta fram och nominera kandidater till styrelsen. Begreppet används i uppsatsen synonymt med nomineringskommitté. Institutet valberedning kommer avseende funktion och utformning till stor del att diskuteras utifrån bestämmelserna i Koden. Olika rättsliga institut kan ha olika funktioner i olika länder och medlen för att uppnå ett visst mål kan skilja sig åt även om målet skulle vara detsamma. I uppsatsen jämförs det svenska institutet valberedning med dess amerikanska motsvarighet – the Nominating Committee.³ Valberedningar förekommer i flera olika associationsformer. I uppsatsen undersöks valberedningar i aktiebolag, i första hand publika. Det saknas rättsligt bindande regler om valberedningar för bolag som faller utanför Kodens tillämpningsområde. I mindre aktiebolag är dessutom ofta ägare och styrelse samma personer. Av naturliga skäl är uppsatsen av mindre relevans för denna typ av bolag.

² Se t.ex. NACHEMSON EKWALL, Sophie, Dagens Industri, 21-11-2007

³ Nomineringskommittén kallas i USA the nominating committee eller the nomination committee. I uppsatsen benämns den the nominating committee – den vanligast förekommande beteckningen

Valberedningar i svensk och även amerikansk reglering har andra uppgifter än att nominera kandidater till styrelseval. Vilka ytterligare arbetsuppgifter valberedningen har skiljer sig åt mellan de båda rättsordningarna. Det är t.ex. i Sverige möjligt att ålägga valberedningen att också föreslå val och arvodering av revisor. I USA är det vanligt att nomineringskommittén även handhar corporate governancefrågor. Eftersom det inte innebär större svårigheter att avgränsa detta område som dessutom är stort och komplicerat har jag valt att låta det falla utanför uppsatsen.

Ett problem som alltid uppkommer inom komparativ rätt är hur man ska hantera skillnader mellan de rättsordningar som jämförs dvs. det rättsliga fenomenets jämförbarhet. Rättsekonomisk och bolagsrättslig diskurs i Sverige och i USA skiljer sig i viss mån åt vilket även gäller synen på företaget och dess funktion. Uppsatsen ger en översiktlig introduktion i rättsekonomisk teori men tar främst sikte på den juridiska regleringen.

För amerikanskt vidkommande aktualiseras både delstatlig och federal rätt vid en utredning av valberedningen. Aktiebolagsrätten regleras till största delen på delstatlig nivå och börsrätt främst i federala normer. Förhållandet komplicerar jämförelser med amerikansk rätt. Vilken delstats aktiebolagsrätt är mest lämplig som utgångspunkt för en komparativ studie? Att göra en heltäckande utredning av samtliga delstaters bolagsrätt skulle föra för långt. En metod för att finna gemensamma nämnare i amerikansk bolagsrätt måste väljas. Vad gäller delstatlig reglering kommer den inom bolagsrätt tongivande jurisdiktionen Delaware att behandlas och även modellagen the Model Business Corporation Act (MBCA). Även självreglering, främst i form av noteringskrav på New York Stock Exchange (NYSE) och Nasdaq behandlas. Ingen enskild kod för bolagsstyrning är av dominerande betydelse i USA, bland annat på grund av att varken (United States Code) U.S.C. eller de stora marknadsplatserna är anslutna till någon gemensam, nationell kod. Istället har både marknadsplatser och SEC (Securities Exchange Commission) utarbetat egna regler för bolagsstyrning.⁴ Regleringen av the nominating committee på delstatsnivå är överlag begränsad och för det mesta betydligt mindre sträng än federala regler och noteringsavtal. Nomineringskommittén ses i första hand som en börsrättslig företeelse. Uppsatsen berör inte någon specifik industri och motiverar därför inte någon undersökning av en speciell delstats bolagsrättsliga reglering. Att däremot inte alls beröra de delstatliga reglerna om nominating committees skulle vara främmande för en uppsats som berör amerikansk bolagsrätt.

Med fullmakt avses om inget annat sägs i uppsatsen rösträttsfullmakt (proxy) utgiven och bekostad av bolaget. Uttrycket "amerikansk" används synonymt med "från USA".

Kollegiet för svensk bolagsstyrning har i februari 2008 presenterat ett förslag på en reviderad svensk kod för bolagsstyrning. Förslaget som innehåller flera ändringar i bestämmelserna om valberedningar kommenteras och sammanfattas kort.

⁴ Läs mer om SEC i avsnitten 3.2 och 3.5.1

1.4 Disposition

Uppsatsen inleds med en introduktion till rättsekonomisk teori och corporate governance. I uppsatsens huvuddel behandlas därefter först amerikansk, sedan svensk reglering av valberedningar. Att rättsordningarna beskrivs separat beror på de stora skillnader som finns dem emellan. En mer tematisk jämförelse hade troligen varit mer förvirrande än pedagogisk. Uppsatsen är till stor del deskriptiv och analysen ligger i sättet på vilket problem och argumentation presenteras. I slutet finns en kort sammanställning av uppsatsens huvudpoänger och även en kort analys.

2 Rättsekonomi – bakgrund till teorier om bolagsstyrning

Rättsekonomin ser på juridiken utifrån ett nationalekonomiskt perspektiv. Forskningen inom rättsekonomi kan sägas vara koncentrerad, dels inom det ekonomiska forskningsområdet, dels inom den juridiska disciplinen, där diskussionen mynnar ut i regler och principer för bolagsstyrning.⁵ Utifrån ett antal, inom ekonomisk teori uppställda, grundförutsättningar försöker man utröna vilka rättsliga regler som bäst främjar samhällsekonomiskt välstånd.⁶ Företagens välbefinnande och effektivitet är en grundläggande bas för ekonomin och samhället i stort. I synnerhet aktiebolaget har haft stor betydelse för utvecklingen av det moderna samhället. Den rättsekonomiska diskussionen är därför av särskilt stor betydelse för just associationsrätten. Regelsystemet ska säkra att företagen får tillgång till investeringskapital och de bolagsrättsliga reglerna ska utformas så att de främjar det optimala och mest effektiva utnyttjandet av bolagets resurser.⁷

2.1 Bolagsstyrning

Corporate governance, på svenska närmast bolagsstyrning, ibland företagsstyrning⁸, handlar om hur det system för kontroll och styrning som påverkar ett bolags målsättning och resultat ska vara utformat för att i största utsträckning bidra till ekonomisk effektivitet. Det finns ingen enhetlig vedertagen definition av begreppet.⁹ På svenska används ibland corporate governance synonymt med ägarstyrning. Detta ger uttryck för den svenska uppfattningen att bolag som inte leds av sina ägare, bolag där kontroll och ägande är åtskilda, bör styras med ägarnas intressen som ledstjärna.¹⁰ God bolagsstyrning är ett sätt att säkra effektiv resursanvändning och på så vis attrahera investerare.¹¹

Corporate governance brukar främst förknippas med principal-agentproblematiken, som berör relationen mellan bolagsledning och ägare.¹² Svårigheterna för bolagets ägare att kontrollera hur verksamheten sköts skapar möjligheter för bolagsledningen att, istället för att maximera aktieägarnas vinst, skaffa sig själva privata fördelar. Förutom att ledningen kanske inte använder bolagets resurser på ett bra sätt kommer ägarna att

⁵ Dahlman m.fl. s 9, 10

⁶ Stattin, s 31

⁷ Andersen, s 3

⁸ Se SOU 2004:46, s 7, SOU 2004/05:85, s 289

⁹ För definition och diskussion av begreppet Corporate Governace se t.ex. Stattin, s 80 Neville, s.73, Andersen, s 3

¹⁰ SOU 2004:47, s 17, Kodens förord, SOU 1997/98:99, s 1 samt SOU 2004/05:85, s 290. Jmfr. Andersens definition av begreppet som normativt, s 3, Dahlman *et al.*, s. 193-194. Se även stycke 4.2.2 om den svenska fokuseringen på principal-agentproblemet

¹¹ Se t.ex. SOU 2004:46, s 8 och Kodens förord.

¹² Förklaras närmre i avsnitt 2.3 nedan

behöva lägga ner medel på att kontrollera ledningen, s.k. agentkostnader. Detta gör på olika sätt att bolagets (och därigenom även samhällets) resurser används ineffektivt. Naturligtvis finns också en rättviseaspekt. De som investerat pengar i bolaget har den yttersta rätten att disponera över dess tillgångar. En viktig uppgift för juridiken är att skapa system för bolagsstyrning där de problem motverkas som finns inbyggda i aktiebolagets konstruktion. När man talar om corporate governance brukar man framför allt avse bolagsstyrning i publika bolag. Med ett mer spritt ägande ökar risken för att ägarnas intressen åsidosätts. I praktiken tillämpas reglerna om bolagsstyrning främst på noterade bolag.¹³

Ett bolag har flera intressenter såsom anställda, bolagsledning, aktieägare (som kan vara minoritetsaktieägare eller majoritetsaktieägare), borgenärer, kunder, leverantörer, myndigheter och andra utomstående som påverkas av aktiebolagets verksamhet. Det är naturligt att det i en sådan situation uppkommer olika intressekonflikter, potentiella eller existerande. Dessa intressekonflikter står i centrum för forskningen inom corporate governance.¹⁴ En viktig fråga som rättsekonomer försöker besvara är vilka av bolagets intressenter som ska beaktas vid utformandet av juridiska regler.¹⁵

Moderna teorier om bolagsstyrning bygger i huvudsak på principal agentteorin. Diskussionen har att göra med den åtskillnad som finns mellan ägare och bolagsledning. Det finns även andra teorier t.ex. stakeholderteorin.¹⁶ Det kan påpekas att samtliga här relaterade teorier har sitt ursprung i USA och har utarbetats mot bakgrund av det amerikanska företagsklimatet. En viktig skillnad mellan Sverige och USA är att ägandet i amerikanska publika bolag är mer splittrat än i den svenska motsvarigheten.

2.2 Ekonomisk teori

2.2.1 Samhällsekonomiskt välstånd

Ekonomisk teori utgör alltså grunden för rättsekonomisk forskning. Det är därför på sin plats med en förklaring av vissa grundläggande antaganden inom ekonomin och därmed också inom rättsekonomi. Enligt klassisk nationalekonomi som utgör basen även för modern ekonomisk teori skapas välstånd genom produktion av varor och tjänster och genom att överskott kan bytas. Förenklat kan man säga att nationalekonomiskt välstånd uppnås genom att så många frivilliga avtal som möjligt träffas. I ett frivilligt avtal anser båda parter att de får något som är mer värt än det de hade före avtalet, i annat fall skulle de inte ha ingått något avtal. Den fria marknaden är med detta synsätt grundläggande för samhällsekonomi och individernas egenintresse främjar den ekonomiska utvecklingen.¹⁷

¹³ SOU 2004:46, s 9

¹⁴ Neville, s 82, Kraakman & Hansmann *et al.*, s 27

¹⁵ Neville, s 96-97

¹⁶ Beskrivs i avsnitt 2.4

¹⁷ Dahlman *et al.*, s 10

2.2.2 Homo economicus

Neoklassisk nationalekonomi som introducerades under 1800-talets andra hälft anlade ett mikroperspektiv på samhällsekonomin. Ekonomins aktörer, främst företag och individer, stod i centrum för analysen. Teorin om homo economicus, eller the economic man, introduceras. Den går ut på att människor är rationella nytto-maximerare, d.v.s. handlar rationellt i valsituationer. Eftersom samhällets resurser alltid är begränsade tvingas människor ständigt in i valsituationer. Varje val är förknippat med viss nytta och viss kostnad. Individer kommer som rationella nytto-maximerare vid varje val att sträva efter största möjliga tillfredsställelse av sina egna preferenser. Vid val där utfallet är osäkert väljs det alternativ som leder till största förväntade egennyttan.¹⁸ Antagandet att människor alltid gör rationella val är inte alltid en korrekt beskrivning av verkligheten och teorin har utsatts för kritik. Likväl har den blivit väl etablerad som förklaringsmodell.¹⁹

2.2.3 Bolaget som ett nätverk av kontrakt och transaktionskostnader

Med nyinstitutionell nationalekonomi kom ett perspektivskifte. Man ville behandla de komplikationer som uppstår i verkligheten och som gör att marknaden inte fungerar perfekt enligt modellen i ekonomisk teori.²⁰ Institutionerna, ex statsapparaten, företag, organisationer och rättsapparaten börjar studeras och problematiseras. Ronald H Coase menar att bolag uppstår naturligt på den fria marknaden för att minska transaktionskostnader som alltid är förbundna med ingående av avtal.²¹ Bolaget kan ses som ett nätverk av kontrakt, nexus of contracts, som kontrakterar för en längre tid. Storleken på bolaget beror på transaktionskostnaderna. Att driva verksamheten i form av ett aktiebolag är bara lönsamt så länge det medför mindre kostnader jämfört med andra organisationsformer/företagsformer, det vill säga så länge vinsterna i form av minskade transaktionskostnader inte äts upp av andra kostnader. När ett bolag växer kommer andra kostnader att öka såsom organisationskostnader och agentkostnader.²² Juridiken spelar en central roll när man ska komma till rätta med de problem som uppstår på den fria marknaden genom att på olika sätt bidra till att minska transaktionskostnader som förhindrar att annars frivilliga avtal ingås.²³

¹⁸ Dahlman *et al.*, s 30

¹⁹ Daniel Kahneman fick 2002 Nobelpriset för sin forskning som visade att konsumenter inte alltid handlar i enlighet med principerna för rationella val

²⁰ med bland andra föreläsarna Ronald H Coase (1910) och Douglass North (1920)

²¹ Dahlman *et al.*, s 111-112

²² Dahlman *et al.*, s 187-192

²³ Dahlman *et al.*, s 90-100

2.3 Principal-Agentteorin

2.3.1 Uppdragsförhållande

Man kan förklara ett aktiebolag som en mängd kontrakt slutna för en längre tid mellan parter med skilda intressen. Kontraktet mellan företagsledning och ägare skulle kunna liknas vid ett uppdragsförhållande, ett principal-agentförhållande. Principalen, uppdragsgivaren, ger ett uppdrag till uppdragstagaren, agenten, där principalen överlåter sina investeringar att förvaltas av agenten. Det är inte säkert att agentens och principalens intressen sammanfaller. Istället kännetecknas förhållandet av en rad möjliga eller existerande intressekonflikter. Agenten har ”fullmakt” att agera i principalens ställe men hans arbete och mödor skapar ett värde som inte till fullo kommer agenten själv till godo. Detta kan vara ett incitament för agenten att försöka skaffa sig egna fördelar.²⁴

2.3.2 Informationsasymmetri

Huvudproblemet i denna typ av uppdrag är den informationsasymmetri som råder mellan parterna. Det finns en risk att agenten som rationell nyttomaximerare handlar opportunistiskt, d v s utnyttjar det informationsövertag han besitter för att vinna personliga fördelar på principalens bekostnad. Riskens finns att agenten vägleds av andra intressen än det aktiebolagslagen föreskriver – vinstmaximering.²⁵ Den informationsasymmetri som kännetecknar uppdraget gör det möjligt för agenten att skaffa sig privata fördelar. Eftersom agenten har ett informationsövertag blir det komplicerat för principalen att kontrollera att agenten alltid handlar i huvudmannens intresse. I synnerhet gäller detta för bolag med spritt ägande. Agenten kan t.ex. försöka tillskansa sig förmåner på bolagets bekostnad: höga arvoden, dyra tjänstebilar, subventionerad bostad etc. Enligt ekonomisk teori ska ledningen dela ut eventuellt överskott från bolaget till aktieägarna såvida tillgångarna inte kan investeras på bättre sätt. I verkligheten har det visat sig att investeringar sker trots att lovande projekt saknas. Företagsledaren kan t.ex. försöka utvidga bolaget för att komma i åtnjutande av respekt från andra företagsledare trots att en utvidgning av bolaget inte behöver ligga i ägarnas intresse. Denna typ av agerande brukar kallas imperiebyggande. En utvidgning av bolaget kan också vara ett bra argument för att uppnå högre ersättningar och förmåner. Agenten kan vara mer benägen att ta risker eftersom han inte handlar med sina egna pengar. Agenten och principalens planeringshorisonter kan skilja sig åt. Ytterligare problem kan vara att ledningen motverkar överlåtelser av bolaget. Ett bolag kan vara ett attraktivt uppköpsobjekt om det kan drivas på ett sätt som ger högre avkastning än vad som är fallet i nuläget. Denna bedömning välkomnas inte alltid av aktuell bolagsledning. Det kan bero på

²⁴ Kraakman & Hansmann *et al.*, s 21

²⁵ Kraakman & Hansmann *et al.*, s 21. Om vinstmaximering/ vinstsyfte se Dotevall, s 123, Sandström, s 20

att ledningen inte vill förlora sitt jobb men det kan lika gärna vara att man vill motverka en överlåtelse till ett för lågt pris.

2.3.3 Agentkostnader

För att motverka dylika problem kan principalen komma att lägga ner resurser på att kontrollera att agenten verkligen handlar i principalens intresse, s.k. agentkostnader. Agentkostnader definieras som utgifter för kontroll, incitamentsutgifter och andra kostnader som täcker skillnaden mellan värdeförändringen agenten skapat och värdeförändringen vid ett optimalt användande av bolagets tillgångar.²⁶ Bolagsledningar som är svåra och/eller dyra att göra sig av med sänker normalt aktiekursen.²⁷ Det kan bli både svårt och kostsamt för principalen att övervaka agenten. I mindre bolag brukar inte detta vara något problem eftersom ägare och bolagsledning ofta är samma personer. I större bolag är det ett ofrånkomligt problem då det i praktiken är omöjligt att förena ägande och ledning. Juridiken har en viktig uppgift i att motverka agentkostnader. Aktiebolagsformen är som tidigare påpekats bara lönsam så länge vinsterna i form av minskade transaktionskostnader inte äts upp av andra kostnader, t.ex. större agentkostnader och organisationskostnader.

2.4 Stakeholderperspektivet

Principal agent-problemet fokuserar på aktieägarnas utsatthet gentemot bolagsledningen. Men förutom aktieägarna, vilka andra av bolagets intressenter ska man ta hänsyn till vid utformandet av ett bolags organisation? Den frågan försöker rättsekonomien besvara. Flera andra än aktieägare och bolagsledning påverkas av bolagets verksamhet. Ett exempel är arbetstagarerna som i högsta grad berörs av bolagets beslut men inte alltid tillåts delta i beslutsfattandet. Även omgivningen kan påverkas, t.ex. genom en industris miljöföreningar. Det finns därför de som hävdar att man vid normgivning bör ta hänsyn även till andra intressenter, stakeholders, än ägarna. Ett exempel på stakeholderperspektivet syns i lag om arbetstagarrepresentation. Man brukar skilja på Stakeholdermodellen och Shareholdermodellen. I shareholdermodellen ägnas ägarna stor uppmärksamhet och ges långtgående befogenheter. Stakeholdermodellen är mer benägen att även tillerkänna inflytande för andra intressenter än aktieägarna. Principal-agentteorin med inslag av stakeholderperspektivet utgör grunden för svensk aktiebolagsrätt. I kontinentaleuropeiska länder är stakeholdermodellen något mer dominerande än i Sverige. Inom angloamerikansk teori använder man sig av en mer renodlad principal – agentteori, shareholdermodell.²⁸ Naturligtvis finns även inslag av stakeholderperspektivet, t.ex. i miljölagstiftningen.

²⁶ Jensen & Meckling, s 5-6

²⁷ Dent, s 39

²⁸ Dodge v. Ford 170 N.W. 688 (1919)

2.5 Tillsättning av bolagsledningen

Det finns en rad olika juridiska metoder för att komma till rätta med olika intressekonflikter, i ett aktiebolag främst principal-agentproblematiken. En av de viktigaste är kanske principalens, aktieägarens möjligheter att utse respektive avsätta agenten, styrelseledamoten. För att principalen ska kunna påverka krävs att han har företrädare med inflytande inom bolaget, som han kan både utse och avsätta.²⁹ Det är oftast inte intressant att köpa ett illa skött bolag om det inte är möjligt att genom att utse kompetenta företrädare påverka skötseln. Detta görs ytterst genom möjligheten att välja företrädare.³⁰ Hur stort inflytande aktieägarna har vid tillsättningen av bolagets styrelse varierar mellan olika rättsordningar. Tillsättningen av styrelse har ett nära samband med ägar- och maktstrukturen i rättsordningens bolagsrätt. Ett betydelsefullt organ vid tillsättningen av styrelse är valberedningen i svensk rätt och dess amerikanska motsvarighet the nominating committee.

²⁹ Kraakman & Hansmann *et al.*, s 24-25

³⁰ Kraakman & Hansmann *et al.*, s 34

3 Amerikansk rätt

Att nomineringskommittéer började användas i amerikanska publika bolag hänger samman med 1970- och 80-talens debatt om corporate governance. Företagsskandaler hade väckt frågan om styrelsens dominans var bra för bolaget. För att komma till rätta med aktiebolagets typiska problem blir bruket av särskilda styrelseutskott som skötte vissa angelägna frågor vanligt. Att ha oberoende ledamöter i styrelse och styrelseutskott blev allteftersom en accepterad modell för att motverka att styrelsen fick för stort inflytande.³¹ En typisk amerikansk nomineringskommitté är ett styrelseutskott bestående av tre ledamöter som inte deltar i bolagets operativa ledning.

Något ska inledningsvis sägas om amerikanska rättskällor och om var amerikansk reglering av valberedningar finns. Amerikansk rätt är inte *ett* utan ett drygt femtiotal likartade men ändå skilda rättssystem. USA är en federal stat med både federala och delstatliga normer. Federala normer är bindande i samtliga delstater. Vid sidan av federal reglering finns en delstatlig normgivningskompetens som kan skilja sig åt staterna emellan. Delstaterna har behållit den normgivningskompetens som inte enligt grundlag överförs till de federala organen. Värdepappersöverlåtelser regleras huvudsakligen i federal lag medan bolagsrätt regleras på delstatsnivå.³² Vad gäller valberedningar aktualiseras båda dessa regelverk: den bolagsrättsliga regleringen i varje delstat samt federal, främst börsrättslig, lag och myndighetsföreskrifter. Reglering av valberedningen finns främst i börsrätten – i *Securities Exchange Commission (SEC)* föreskrifter och i självreglering. Securities Exchange Act innehåller regler om utgivning och försäljning av aktier som bjuds ut till allmänheten. Reglerna i SEA kompletteras av SEC:s föreskrifter och uttalanden. De stora marknadsplatserna har också en viktig roll i utformningen av bestämmelser om valberedningar. Både NYSE och Nasdaq har i sina noteringskrav detaljerade bestämmelser om nomineringskommittéer. Också modellagar, ”good practises on corporate governance”, kan innehålla rekommendationer om hur ett bolags nomineringsprocess bör se ut, men dessa regelverk är av underordnad betydelse framför allt då de föreskriver mindre stränga regler än federal lag och marknadsplatsernas noteringskrav. På delstatsnivå finns ibland en skyldighet att ha en nomineringskommitté samt generella bestämmelser angående styrelsekommittéer. På delstatsnivå finns också bestämmelser om styrelseval. Det är värt att hålla i minnet att domstolspraxis i USA, precis som i common law-traditionen i övrigt, utgör en viktig rättskälla. Såväl prejudikat som skriven lag kan vara bindande. Det finns både federala och delstatliga prejudicerande rättsfall.³³ Prejudikatläran

³¹ Närmare beskrivet i avsnitt 3.3

³² Bogdan, s 148, 149

³³ Det råder visserligen delade meningar om huruvida stare decisis-läran är rättsligt bindande eller om den efterlevs av tradition. Det är dock inget tvivel om att den i praktiken efterlevs, Bogdan, s 157

brukar framhållas som en viktig skillnad mellan common law och roman law-länderna men har mindre betydelse för just valberedningar. Frågor om nomineringskommittén är häpnadsväckande frånvarande i amerikansk praxis.

3.1 Introduktion till amerikansk bolagsrätt

Bolagsrätten är alltså i USA som huvudregel en delstatlig angelägenhet. I USA tillämpas inkorporeringsprincipen vilket innebär att ett bolag är bundet av lagen i den stat där det är registrerat. Av de amerikanska delstatliga bolagsrättsliga lagarna har Delaware General Corporate Law (DGCL) störst betydelse. En majoritet av amerikanska bolag är registrerade i Delaware.³⁴ Den viktiga modellen Model Business Corporation Act (MBCA) har utvecklats genom forskning bedriven av American Law Institute (ALI) vars verksamhet består i att systematiskt ordna rättsområden som, bland annat på grund av den stora mängden rättsfall, gjort dem svåröverblickbara. ALIs forskning är en av de främsta anledningarna till att den amerikanska privaträtten har en gemensam grund.³⁵ I amerikansk rätt har man liksom i Sverige två aktiebolagsformer: closely held companies, som kan jämföras med privata bolag och publicly held companies, som motsvarar publika bolag.³⁶ Det finns tre bolagsorgan: *Shareholders Meeting*, *Board of Directors* och *Officers*. Bolagsstämma, shareholders meeting, hålls årligen. Huvuduppgiften är att utse det väsentliga ledningsorganet – styrelsen.³⁷ I praktiken har dock den sittande styrelsen stora möjligheter att påverka valet av efterträdare till sin egen fördel. Mycket av den amerikanska debatten om nomineringskommittéer handlar om att den operativa ledningen, på bekostnad av ägarkollektivet, av många anses ha alltför stort inflytande på valet av styrelse. Stämman kan ge styrelsen rekommendationer men dessa har inte bindande verkan. Finns möjlighet att samla tillräcklig majoritet för ett aktieägarförslag borde däremot hotet om att bli utbytt vara överhängande för en styrelse som inte i tillräcklig grad följer stämmans anvisningar.³⁸ Styrelsen, the board, har till uppgift att utse de höga cheferna i bolagets förvaltning. Officers har olika funktion i olika delstater.³⁹ *The Chief Executive Officer* (CEO) är högst ansvarig för den operativa ledningen (the management team) och för bolaget som helhet. Han har den yttersta verkställande beslutsmakten för bolagets angelägenheter. Ofta men inte alltid är CEO även ordförande i bolagets styrelse. Enskilda styrelsemedlemmar i amerikanska bolag har mindre makt gentemot CEO än svenska styrelseledamöter gentemot styrelseordföranden. Å andra sidan har styrelsen som helhet större inflytande än i Sverige. Styrelsen är mer frikopplad från ägarmakten.⁴⁰ Bolagsstämman har i ett internationellt

³⁴ www.corp.delaware.gov/aboutagency.shtml

³⁵ Dotevall 2005, s 21-22

³⁶ Burnham, s 538

³⁷ Hamilton 2001, s 254

³⁸ Hamilton 2001, s 241, Kraakman/Hansmann m.fl., s 38

³⁹ Stattin, s 69, 70

⁴⁰ SOU s 2004:130, s 18

perspektiv små möjligheter att vara med och utforma verksamhetens riktlinjer och kan som nämnts t.ex. inte ge bindande direktiv till styrelsen.⁴¹ Man skiljer i USA mellan *inside directors* som också har uppgifter i bolagets förvaltning och mellan *outside* (även kallade *independent directors*), som inte är verksamma i bolagets förvaltning.⁴² Den faktiska makten kan sägas ligga hos dem som både är verksamma i bolaget och som deltar i styrelsen. Det är dock vanligt att särskilda styrelseutskott tillsätts för att arbeta vid sidan av styrelsen. Bland de uppgifter som sköts av särskilda kommittéer finns styrelsearvodering, vissa frågor om revisorernas granskningsarbete och nominering av styrelseledamöter. I dessa sammanhang får åtskillnaden mellan *inside* och *outside directors* stor betydelse. Bolagsledningen ska agera i ägarnas intresse och dess uppgift är att maximera ägarnas vinst. Samtidigt ges ledningen, jämfört med svensk rätt, stort utrymme att förverkliga detta uppdrag.⁴³ I amerikansk rätt finns en väl utvecklad lojalitetsplikt, *duty of loyalty*.⁴⁴

3.2 Introduktion till amerikansk börsrätt

En stor del av det börsrättsliga regelverket utgörs av federala normer. Två viktiga federala lagar är *Securities Act of 1933* och *Securities Exchange Act of 1934* med regler kring utgivning och försäljning av aktier som bjuds ut till allmänheten. Lagarna kallas ibland för *the Securities Acts*. Dessa regler kompletteras av föreskrifter och uttalanden från *the Securities Exchange Commission* (SEC) som administrerar federal börsrättslig reglering. Självreglering har liksom i Sverige stor betydelse.⁴⁵ Det finns även delstatlig reglering av värdepapper, lagstiftningar som brukar kallas *Blue Sky Laws* eftersom de från början skulle hindra oseriösa aktörer från att sälja ”en bit av den blå himlen” dvs. värdepapper utan substans. De delstatliga lagarna berör inte nomineringskommittéer och kommer därför inte att behandlas i uppsatsen.⁴⁶

För värdepappershandeln finns ingen *Common Law* i strikt mening utan rättigheter och skyldigheter måste ha stöd i skriven rätt – något som förstärker SEC:s betydelse. Regleringen på börsrättsens område är komplicerad då den består av en mängd lagar och föreskrifter. Liksom i Sverige är en stor del av regleringen överlåten till marknaden. De stora marknadsplatserna har detaljerade noteringskrav som i relativt hög utsträckning skiljer sig från varandra. NYSE och Nasdaq:s corporate governance-regler är de mest betydelsefulla. Dels för att de är stora aktörer och många bolag berörs av noteringskraven, dels då de har stränga krav

⁴¹ Kraakman & Hansmann *et al.*, s 47, 67

⁴² Begreppet har utvecklats till att bli mer komplicerat än så. Läs mer i Hamilton 2001, s 661

⁴³ Dotevall, s 33, 116, 117

⁴⁴ Dotevall, s 124

⁴⁵ Hazen 2005, s 2, 3

⁴⁶ Hazen 2005, s 320

jämfört med många andra marknadsplatser. Den amerikanska börsrättsliga regleringen är mycket komplex.⁴⁷

3.2.1 Proxies, rösträttsfullmakter

Ägandet i amerikanska bolag är ofta mycket spritt och de geografiska avstånden stora. Detta gör möjligheten att utöva inflytande på bolagsstämman – även om man personligen inte är närvarande – till en viktig fråga. Rösträttsfullmakter, *proxies*, har därför fått en viktig funktion i amerikansk bolagsrätt och är föremål för omfattande reglering. I realiteten spelar det stor roll vilken information som finns på fullmakten. I fråga om tillsättning av styrelse har t.ex. en kandidat som presenteras först på bolagsstämman små möjligheter att bli vald. Detta med tanke på hur liten andel av aktieägarna som är närvarande vid stämman. Ett alternativ för den som vill lägga fram ett förslag på stämman är att själv bekosta och administrera utgivandet av rösträttsfullmakter. Detta kan dock bli både kostsamt och svårt att administrera. Det kan i och för sig nämnas att även aktieägarförslag inkluderade i bolagets fullmakt har mycket små möjligheter att antas.⁴⁸

Olika regler gäller för själva fullmakten (*the proxy*) och det informationsmaterial som biläggs rösträttsfullmakten (*the proxy solicitation material*). Med proxy avses ”any shareholder consent of authorization regarding the casting of that shareholder’s vote”. Reglerna gäller även för röstning via telefon och internet. Bolagets fullmakter ges ut på styrelsens initiativ och bekostas av bolaget.⁴⁹ När proxies diskuteras avses vanligen dessa av bolaget utgivna och bekostade fullmakter som skickas ut i samband med årsstämman. Även regleringen av det bilagda informationsmaterialet är omfattande. Ett nyhetsbrev från bolaget som uppmanade aktieägarna att rösta mot ett visst aktieägarförslag, ansågs vara *solicitation material* och omfattades därmed av SEC:s regler om informationsgivning.⁵⁰ En av de mest omdiskuterade frågorna har varit just i vilken utsträckning aktieägare ska kunna ha inflytande på innehållet i fullmakten och fullmaktsmaterialet. Det finns regler om vilka aktieägarförslag som skall inkluderas och om vilka förslag som får uteslutas.⁵¹ Ett förslag relaterat till val av styrelse får uteslutas, t.ex. förslag om avsättande och val av styrelseledamot.⁵² Senast 2003 försökte SEC få igenom en ändring som gjorde det obligatoriskt att inkludera vissa styrelsenomineringar gjorda av aktieägare. Förslaget mötte stort motstånd men en regel har införts som gör bolagen skyldiga, om de ej inkluderar dylika förslag, att i fullmaktsbilagan förklara varför.⁵³

⁴⁷ Hazen 2005, s 5

⁴⁸ Hazen 2005, s 387

⁴⁹ Hazen 2005, s 358-360

⁵⁰ Hazen 2005, s 362, Krauth v. Executive Telecard, Ltd., S.C. 890 F.Supp. 269 (S.D.N.Y. 1995)

⁵¹ 17 C.F.R § 240.14a-8 den s.k. *shareholder proposal rule*. I mångt och mycket har SEC genom s.k. no action-letters definierat vilka förslag som får uteslutas

⁵² Hazen 2005, s 384. 385

⁵³ Se närmre avsnitt 3.5.2

3.3 The Monitoring Model och independent directors – amerikansk rättsekonomisk diskurs

Under 1970-80-talens intensiva debatt om corporate governance kom i USA vad som senare kommit att kallas *the Monitoring Model* att befastas som amerikansk corporate governance-modell, d.v.s. bolagsstyrningsmodell eller modell för att komma till rätta med aktiebolagets typiska problem. Bolagsstyrningsmodellen har ett nära samband med hur ägarförhållandena ser ut. Amerikanska bolag har sällan en majoritetsägare utan ägandet i amerikanska aktiebolag karakteriseras av att det är mycket spritt, dels geografiskt, dels över många olika ägare. I the monitoring model är s.k. *independent directors*, d.v.s. styrelseledamöter som inte tar del i den dagliga förvaltningen av bolagets angelägenheter, särskilt viktiga. Det finns inte någon enhetlig definition av oberoende ledamot utan begreppet definieras i olika uppförandekoder. De oberoende ledamöternas centrala funktion är att fungera som en oberoende kontrollerande instans, befriad från privata intressen i bolaget. The monitoring model och independent directors brukar förknippas med the ALI som till stor del har utvecklats och marknadsfört modellen. Grundidén är att bolagsstyrelsen tillsammans med ett antal styrelseutskott, kommittéer, sköter styrelsearbetet. I kommittéer och styrelsen uppmuntras överlag förekomsten av oberoende ledamöter – ledamöter som inte är *executives*.⁵⁴

Länge var nästan all makt i ett bolag koncentrerad till bolagets CEO. I frånvaro av starka kontrollägare utsåg denne i praktiken de andra styrelsemedlemmarna och även sin egen efterträdare. I samband med Watergateskandalen (1972-74), uppdagades en rad företagsskandaler och det publika bolagets rykte svärtades ner. Man drog slutsatsen att existerande corporate governance-principer var svaga och verkningslösa. Under 1980-talet framlades många olika förslag på principer för bolagsstyrning. Viktiga för framväxten av corporate governancekoder var bland andra institutionella investerare som publicerade ägarpolicier. Ett annat av många initiativ till principer för bolagsstyrning var ALI:s Principles of Corporate Governance. Arthur Goldberg, före detta domare i Supreme Court, föreslog här att bolagen skulle ha en kontrollerande kommitté bestående av oberoende ledamöter. Kommittén, som skulle vara ansvarig inför styrelsen men helt oberoende från bolagets operativa ledning, skulle också ges möjligheten att hyra in experter. Oberoende styrelseledamöter hade visserligen funnits en längre tid men hade ingen betydande funktion i det bolagsrättsliga systemet. Goldbergs förslag var kontroversiella.⁵⁵ En undersökning av förhållandena i publika bolag publicerad 1993 visade att vissa förändringar skett avseende maktfördelningen mellan bolagsorganen. CEOs dominans vad gäller nomineringsprocess, agenda, information o s v hade till viss del minskat. De kontroversiella reglerna om director independence är nu vedertagna och har

⁵⁴ Hamilton 1989, avsnitt I

⁵⁵ Hamilton 2001, s 648-651

blivit allt snävare med åren. 1997 publicerade Business Roundtable, en sammanslutning av CEOs i USA:s 200 största bolag, ett "Statement on Corporate Governance" där oberoende ledamöter har en accepterad funktion. Publikationen visar att förekomsten av oberoende ledamöter har blivit allmänt vedertaget i den amerikanska företagskulturen. Det har blivit allt mindre vanligt med inside directors. De flesta noterade bolag har en styrelse där majoriteten av ledamöterna är oberoende men där det också finns ledamöter som är högt uppsatta i bolagets operativa ledning. De oberoende ledamöterna är ofta CEOs från andra bolag eller pensionerade CEOs men det förekommer också andra typer av oberoende ledamöter såsom akademiker, forskare etc.⁵⁶

Idén under samlingsnamnet "the monitoring model" hade gradvis vunnit inflytande, mycket på grund av ALI:s påverkan, och är idag helt dominerande. Problem som kan uppstå till följd av att ägande och ledning är skilt löses inte genom att ägarna ges större inflytande utan genom att oberoende ledamöter med en kontrollerande funktion tillsätts. Under the monitoring model blir styrelsens funktion i mångt och mycket kontrollerande. Kritiker har bland annat påpekat att företeelsen med oberoende ledamöter aldrig förts in i amerikansk rätt genom stiftad lag som föregåtts av en debatt i kongressen utan bara vuxit in i det rättsliga systemet genom privata initiativ.⁵⁷

Det har också ifrågasatts hur stor positiv effekt förekomsten av oberoende ledamöter har. Bland annat Dent kritiserar att modellen med oberoende ledamöter inte minskar glappet mellan företagsledning och ägande.⁵⁸ Medan vissa hävdar att förekomsten av oberoende ledamöter över huvud taget inte har någon inverkan på ett bolags prestation finns andra som menar att det faktiskt går att påvisa en positiv korrelation mellan ett företags vinst och förekomsten av oberoende styrelseledamöter.⁵⁹ Det finns även de som hävdar att det ökade antalet oberoende ledamöter i amerikanska bolag i själva verket har lett till sämre bolagsstyrning, t.ex. genom att frågan om ansvar blivit mer oklar.⁶⁰

⁵⁶ Hamilton 1989, avsnitt III

⁵⁷ Cox, James D., *The ALI, Institutionalization and Disclosure, the Quest for the Outside Directors Spine*, George Washington Law Review, 1993, avsnitt III

⁵⁸ Dent, George W., *Corporate Governance, Still Broke, No Fix in Sight*, 31 Journal of Corporation Law 39, 2005, s 75. I diskussionen om oberoende ledamöter citerar Dent också finansmannen Warren Buffet "Being on a board was like having a merit badge. You'd fly in for dinner, pat the CEO on the butt and fly out."

⁵⁹ Klein, April, *Firm Performance and Board Committee Structure*, Journal of Law and Economics, 1998

⁶⁰ Brown, Robert J. Jr., *Disloyalty Without Limits, "Independent" Directors and the Elimination of the Duty of Loyalty*, Kentucky Law Journal, 2006

3.4 Delstatlig reglering av valberedningen

3.4.1 Model Business Corporation Act (MBCA)

The MBCA lades fram år 1984 och är troligen den mest betydelsefulla modellagen på bolagsrättens område i USA. Den är avsedd att vara en vägledning för delstatliga lagstiftare när dessa ser över och reviderar delstatlig bolagsrätt. Kommittén för bolagsrätt under ABA: s sektion för bolagsrätt, bankrätt och kommersiell rätt (The Committee on Corporate Laws of the ABA's Section on Corporation, Banking and Business Laws) har ensamt ansvar för att uppdatera och utveckla MBCA. Kommittén har 25 medlemmar och kan fatta beslut om MBCA utan föregående godkännande från sektionen för bolagsrätt, bankrätt och kommersiell rätt. Medlemskap kan endast bli aktuellt efter inbjudan.⁶¹ De flesta av kommitténs medlemmar har ett förflutet i någon av de större advokatbyråerna. Efter kritik 1974 av kommitténs tillvägagångssätt vid utvecklingen av MBCA har förfarandet successivt ändrats. Man ifrågasatte framför allt att kommittén inte lät förslag till regler kommenteras av utomstående sakkunniga och att kommittén inte i tillräckligt hög grad tog kommentarer och kritik i beaktande. Vid utvecklande av regelsystemet i MBCA har ledorden för kommittén varit flexibilitet och modernisering. Reglerna ska utvecklas för att säkerställa effektivitet och i möjligaste mån undvika onödiga kostnader. Kritiker har hävdade att MBCA ger bolagsledningen ett för stort handlingsutrymme och att detta har missgynnade framför allt aktieägare.⁶²

Enligt MBCA ska styrelsen bestå av en eller flera ledamöter och väljas på bolagsstämman (MBCA § 8.03 (a) och (c)). Kumulativt förfarande vid styrelseval är tillåtet och relativt vanligt (MBCA § 8.04, 7.28). Om inte bolagsordningen eller lagen föreskriver annat får styrelsen inrätta en eller flera kommittéer och utnämna styrelseledamöter att arbeta i sådana kommittéer (MBCA § 8.25 (a)). Om inte bolagsordningen föreskriver annat gäller majoritetsbeslut vid inrättandet av kommittéer i styrelsen (MBCA § 8.25 (b)). Styrelsen kan utse ersättare för kommittéledamöterna för det fall någon ledamot i viss fråga inte har rätt att delta i omröstning (MBCA § 8.25 (g)). En kommitté har, förutom i ett fåtal undantag, styrelsens befogenheter. Specifika regler eller instruktioner för nomineringskommitténs arbete finns inte.

3.4.2 Delaware General Corporation Law (DGCL)

Som redan nämnts är Delaware den delstat som dominerar den amerikanska utvecklingen vad gäller bolagsrätt. Den stora majoriteten av amerikanska bolag är inkorporerade i Delaware. Styrelsen, som utses av bolagsstämman,

⁶¹ Hamilton 2001, s 229

⁶² Se t.ex. Hamilton 2001 s 227. Branson, Douglas M., *Countertrends in Corporation Law: Model Business Corporation Act Revision, British Company Law Reform, and Principles of Corporate Governance and Structure*, 68 Minnesota Law Review 53, s 62-63, 67-70 (1993)

ska bestå av en eller flera ledamöter vilka ska vara fysiska personer (DGCL § 141 (b)). Stämman har rätt att med eller utan anledning avsätta enskild styrelseledamot eller hela styrelsen. För att underlätta sitt arbete har styrelsen rätt att tillsätta en eller flera särskilda styrelsekommittéer (DGCL § 141 (c)(2)). Stämman har rätt att med eller utan anledning avsätta enskild styrelseledamot eller hela styrelsen. En styrelsekommitté har i de flesta fall styrelsens befogenheter och kan i sin tur utse underkommittéer. Ersättare för kommittéledamöter kan utses enligt DGCL § 141 (c)(2). Sedan 2004 finns en skyldighet enligt lag att tillsätta en kommitté som sköter nomineringar av styrelseledamöter och rekommendationer för att avsätta styrelsen (DGCL sec 141 (c)).

Vad gäller nomineringskommitté har DGCL alltså krav på att en sådan inrättas. I övrigt överensstämmer DGCL i stort med MBCA. Det är sålunda de allmänna bestämmelserna i respektive regelverk för styrelsens arbete och för inrättande av underkommittéer, som reglerar nomineringskommittéerna.

3.5 Federal reglering av valberedningen

3.5.1 The Securities Acts och SEC

SEC skapades i samband med att Securities Exchange Act (även kallad *the Exchange Act* eller SEA) antogs år 1934. Fram till dess hade the Securities Act of 1933(SA) administrerats av *the Federal Trade Commission*. Som redan har nämnts hör the Securities Acts till de viktigaste federala lagarna på börsrättens område. SA inriktar sig främst på spridningen av värdepapper. SEA innehåller bland annat krav för börsnoterade bolag att rapportera viss information.⁶³

SEC är den myndighet som kontrollerar det amerikanska börsrättsliga regelsystemet och övervakar att börsrättslig lag och föreskrifter följs. SEC har haft stor påverkan på det amerikanska börsrättsliga systemet.⁶⁴ Kommissionen har fem kommissionärer (*commissioners*) varav endast tre får vara från samma politiska parti. SEC har sitt huvudkontor i Washington. Kontoret är uppdelat i ett antal avdelningar såsom avdelningen för Corporate Finance, avdelningen för Enforcement, avdelningen för Market Regulation, avdelningen för Investment Management, Office of General Counsel och Office of the Chief Accountant. Det finns också fem regionala kontor under vilka ett antal distriktkontor lyder.⁶⁵

Kommissionen representerar staten i mål om t.ex. insiderbrott. SEC kan i flera fall föra process, ofta i rollen som åklagare.⁶⁶ Myndigheten löser däremot inte tvister mellan enskilda. SEC ger också ut föreskrifter såsom definitions-, process- och utfyllnadsregler. SEC utreder gällande rätt, hur den fungerar och om den bör ändras. Förslag till ändringar i regelsystemet

⁶³ Hazen 2005, s 21

⁶⁴ Hazen 2005, s 24

⁶⁵ Hazen 2006, avsnitt 6

⁶⁶ Hazen 2005, s 4, 5

skickas ut på remiss. SEC har en bred normgivningskompetens. Kongressen har gett kommissionen befogenhet att i vissa fall komplettera lagtexten, en möjlighet som SEC utnyttjar och har utnyttjat frekvent.⁶⁷ SEC arbetar också med vad som skulle kunna kallas informell lagstiftning genom att fortlöpande ge sin syn i aktuella frågor. Uttalandena sker i form av ”SEC Releases” som i egentlig mening bara är SEC:s meddelanden till allmänheten men som ändå har viss tyngd. SEC Releases används också vid förslag till och antagande av ny federal lag.⁶⁸ I Releases sammanställer SEC till viss del den debatt, främst i senaten, som föregår en lagändring. Det bör nämnas att det som framgår i dessa sammanställningar inte alltid, enligt senatorerna, sammanfattar deras åsikter på ett korrekt sätt. SEC svarar också på enskilda frågor, svaren kallas ”no-action letters” och blir ett slags förhandsbesked.⁶⁹

Offentliggörande av information, *disclosure*, är helt grundläggande i det börsrättsliga regelsystemet.⁷⁰ Idén bakom det federala börsrättsliga regelsystemet är att investerare är skyddade om information relaterad till värdepapperen är offentliggjord i tillräckligt hög utsträckning.⁷¹ SEC har stor betydelse då den beslutar om vad som ska offentliggöras. Offentliggörande från fall till fall behandlas normalt av division of Corporate Finance. Informationsgivningen sker bl.a. genom ifyllnad av SECs utgivna blanketter och aktualiseras t.ex. i samband med kvartalsrapporter, ingivande av årsredovisning och vid utgivning av bolagets rösträttsfullmakter. Blanketterna har den rättsliga statusen av en föreskrift, *rule*, vilket innebär att underlåtenhet kan medföra sanktioner.⁷² SECs blanketter har stor betydelse för bolagens rapportering. Till blanketterna finns utförliga handledningar. Blanketter såväl som instruktioner är ofta detaljerade och påverkar indirekt hur bolagen utformar sin organisation. Även bolagens rösträttsfullmakter och kallelse till stämman är viktiga delar av bolagens informationsgivning och regleras av SEC.⁷³ Många bolag väljer t.ex. att möjliggöra förslag från aktieägare hellre än att behöva skriva i sina fullmakter att man inte godtar sådana nomineringar.

3.5.2 SEC regler

Efter Enron och andra finansskandaler tillsattes år 2002 en kommitté av Senaten för att undersöka vilka åtgärder som borde vidtas för att i framtiden undvika liknande händelser. Gruppen lade fram en rapport som bland annat rekommenderade att SEC och de stora marknadsplatserna såg över sina

⁶⁷ U.S.C.A. § 78n. Befogenheten finns t.ex. vad gäller Section 14 SEA 1934

⁶⁸ Hazen 2005, s 3

⁶⁹ Namnet ”no-action letters” kommer från formuleringen ”the staff will recommend no action to the Commission”

⁷⁰ Hazen 2006, paragraph 3.a

⁷¹ Hazen 2005, s 24

⁷² Se avsnitt 3.5.2

⁷³ Se avsnitt 3.2.1

regler om bolagsstyrning, framför allt krav på styrelseledamöters oberoende i publika bolag.⁷⁴

År 2003 antog SEC nya regler om rapportering av information om ett bolags valberedningar. I april 2003 publicerade SEC en rapport, "the Proxy Report", där förberedelseprocessen inför och val till styrelse utredes.⁷⁵ Under arbetet med rapporten tilläts representanter från näringslivet och från den akademiska världen att lämna kommentarer. Majoriteten av dem som fick yttra sig uttryckte oro över aktieägares brist på inflytande i viktiga styrelsebeslut. Kommissionen identifierade två problemområden där problemen bedömdes vara särskilt stora: dels nomineringen av styrelseledamöter, dels möjligheten för aktieägare att kommunicera med styrelsen. Rapporten ledde till att man började arbeta med ett förslag till ändrade regler för informationsgivning i samband med nominering och val av styrelse. Förslaget remissbehandlades och publicerades den 8 augusti 2003. Efter viss omarbetning antogs de nya reglerna i slutet av år 2003.⁷⁶

Målet med reglerna är ökad transparens och öppenhet. Enligt SEC ska reglerna förse aktieägarna med information som möjliggör en korrekt bedömning av medlemmar i styrelser och kommittéer i de bolag aktieägarna investerar i. Ägarna ska kunna förstå processen genom vilken styrelsen utses. Man anger också att information om nomineringskommittén "skulle kunna vara viktig för aktieägare då de på lång sikt kan ha ett betydande inflytande på styrelsens sammansättning."⁷⁷ SEC menar att institutet valberedning kan förbättra valprocessen genom att möjliggöra ett större urval av kandidater och för att noggrannare undersöka kandidaternas kompetens. Valberedningen "skulle kunna vara ett viktigt steg mot att öka ägarnas delaktighet i valprocessen." Man skriver också att befintliga regler om rapportering av information är alltför generella för att vara ägare till någon nytta.⁷⁸

De nya reglerna handlar om vilka regler som ska offentliggöras på bolagets rösträttsfullmakter (proxies). Förändringarna av reglerna påverkar rapporteringen i samband med årsredovisning och kvartalsrapporter.⁷⁹ Som beskrivits ovan spelar fullmakter en mycket viktig roll i amerikanskt näringsliv/bolagsrätt. Ett aktiebolag ska bland annat ange om det har en valberedning, en nominating committee, eller en kommitté med liknande funktion eller inte. Om en valberedning inte finns ska styrelsen publicera ett yttrande om varför man inte anser att en nomineringskommitté är nödvändig. Bolaget ska också offentliggöra uppgifter om var och en av de ledamöter som deltar i arbetet med styrelsenomineringar.⁸⁰ Valberedningens stadgar, om det finns några sådana, ska offentliggöras. Om valberedningens

⁷⁴ Bostelman, John T., *New NYSE and Nasdaq Governance Rules – the Board of Directors*, 1416 Practising Law Institute/Corp 37, 2004, §10:1.2

⁷⁵ Staff Report: *Review of the Proxy Process Regarding the Nomination and Election of Directors*, Division of Corporate Finance, July 15 2003 ("Proxy Report")

⁷⁶ Release No. 34-48301, August 8 2003 [FR 48724]

⁷⁷ Min översättning

⁷⁸ Release No. 33-8340 (II)(A)(1)

⁷⁹ Release No. 33-8340 (II)(C)

⁸⁰ Paragraph (d)(2)(i) of Item 7 of Exchange Act Schedule 14A

stadgar finns på bolagets hemsida ska adressen dit anges. Om stadgarna inte finns på hemsidan ska de bifogas som en bilaga till fullmakten åtminstone en gång vart tredje år. I dessa fall ska på bolagets fullmakt alltid anges vilket år valberedningens stadgar senast offentliggjordes i enlighet med SEC:s bestämmelser.⁸¹ Om valberedningen inte har några stadgar ska det anges.⁸² Noterade⁸³ bolag vars värdepapper finns på en börs, som ställer krav på att ledamöterna i nomineringskommittén ska vara oberoende, ska ange om bolagets ledamöter i valberedningen är oberoende i enlighet med marknadsplatsens noteringskrav.⁸⁴ Ett bolag som inte är noterat ska ange om ledamöterna i dess valberedning är oberoende eller inte.⁸⁵ Vid bestämmande om ledamöterna är oberoende ska bolaget tillämpa noteringskraven på en nationell börs.⁸⁶ Bolaget ska tydligt visa vilken definition det tillämpar och använda samma definitionskriterier för samtliga medlemmar i nomineringskommittén.⁸⁷ Om bolaget har en policy för övervägande av nomineringar gjorda av aktieägare ska den beskrivas och innehålla ett yttrande över om man tar i beaktande kandidater nominerade av aktieägare.⁸⁸ Om man inte tar i beaktande nomineringar gjorda av aktieägare ska i fullmakten inkluderas en redogörelse från bolagets styrelse varför man inte anser det lämpligt att ha en sådan policy. Om valberedningen tar i beaktande kandidater nominerade av aktieägarna ska beskrivas hur dessa nomineringar kan göras. I övrigt ska redogöras för hur kandidaterna utses och utvärderas, vilka processer som används samt minimikvalifikationer för kandidaterna.⁸⁹ Det ursprungliga förslaget innehöll en bestämmelse om att bolagen skulle ange ”specifika standards för struktur och sammansättning av bolagets styrelse”.⁹⁰ Regeln blev kritiserad under remissarbetet. Bland annat påpekades att nomineringskommittéer sällan har fasta sökkriterier utan att dessa kan förändras under arbetets gång.⁹¹ Några remissinstanser som stödde det ursprungliga förslaget ansåg att man skulle införa en bestämmelse om att bolag ska ange i vilken utsträckning de beaktar mångfald.⁹² Förslaget antogs inte med motiveringen att det vore olämpligt att kräva att bolagen särskilt kommenterade vissa specifika kriterier.⁹³ För de kandidater som slutligen nomineras ska anges på bolagets fullmakt vilken kategori eller vilka kategorier den eller de tillhör som föreslagit nomineringen: ägare, oberoende styrelseledamöter, CEO,

⁸¹ Paragraph (d)(2)(ii)(A) of Item 7 of Exchange Act Schedule 14A

⁸² Paragraph (d)(2)(ii)(B) of Item 7 of Exchange Act Schedule 14A

⁸³ I enlighet med definitionen i Exchange Act Rule 10A-3 [17 CFR 240.10A-3]

⁸⁴ Paragraph (d)(2)(ii)(C) of Item 7 of Exchange Act Schedule 14A

⁸⁵ I enlighet med Exchange Act Rule 10A-3 [17 CFR 240.10A-3]

⁸⁶ Registrerad i enlighet med Section 15A(a) of the Exchange Act eller som har blivit godkänd av SEC

⁸⁷ Paragraph (d)(2)(ii)(D) of Item 7 of Exchange Act Schedule 14A

⁸⁸ Paragraph (d)(2)(ii)(E) of Item 7 of Exchange Act Schedule 14A

⁸⁹ Paragraph (d)(2)(ii)(I) of Item 7 of Exchange Act Schedule 14A

⁹⁰ Release No. 34-48301

⁹¹ Kommentarer på föreslagna regler “Summary of Comments” finns i File No. S7-14-03 samt på www.sec.gov. Se t.ex. Foley, Jenkins, McGuireWoods, NYSBAR

⁹² Se t.ex. Boston Common Asset Management, Calvert Group Ltd, Christian Brothers Investment Services m.fl.

⁹³ Release 33-8340 (3)(c)

annan styrelseledamot som också ingår i bolagets operativa ledning, någon tredje part exv. rekryteringsfirma eller annan identifierad källa.⁹⁴

Regeln om att den som föreslagit nomineringen, dvs. den/de som genom rekommendation eller på annat sätt gett upphov till nomineringen, ska anges var en av de regler som gav upphov till flest kommentarer under remissarbetet.⁹⁵ Bland annat anmärktes att de flesta nomineringar har flera källor. Många ansåg också att skyldigheten att namnge en specifik källa skulle kunna ha en hämmande effekt på nomineringsarbetet,⁹⁶ vara irrelevant⁹⁷ och kunna antyda att den nominerade endast var kvalificerad för posten på grund av att den som föreslagit nomineringen har en viss ställning, t.ex. som högt uppsatt chef i den verkställande ledningen eller som aktieägare.⁹⁸ Somliga ville att SEC skulle stryka bestämmelsen medan andra föreslog att man istället skulle införa en regel att bolaget ska ange om de nominerade kandidaterna är oberoende från bolaget eller inte.⁹⁹ SEC vidhöll att källan till nomineringarna är viktig för aktieägarna men ändrade regeln så att endast vilken kategori eller vilka kategorier av personer eller grupper som rekommenderat kandidaten skulle anges. Mer än en källa kan uppges och information om personer som i betydande utsträckning varit delaktiga i nomineringen ska anges. Om t.ex. bolagets CEO ber en utomstående rekryteringsfirma att utvärdera en kandidat och rekryteringsfirman till slut rekommenderar kandidaten till nomineringskommittén ska både CEO och rekryteringsfirman anges som källor till nomineringen.¹⁰⁰ Om det finns en tredje part som uppstår ersättning relaterad till arbetet med nomineringar ska det anges i fullmakterna.¹⁰¹

Särskilda regler gäller för nomineringar gjorda av större aktieägare. Om en ägare som har mer än 5 % av rösterna i bolaget och har ägt dessa i minst ett år lämnar ett förslag på en nominering och förslaget inkommer till nomineringskommittén senast den 120:e kalenderdagen före publiceringen av bolagets fullmakter, ska kandidaten som rekommenderats och aktieägaren eller aktieägargruppen som rekommenderat kandidaten anges. Nomineringskommittén ska också ange om de väljer att nominera kandidaten eller inte. Kandidaten och aktieägaren/aktieägargruppen får dock endast anges om de lämnat ett skriftligt godkännande av att deras namn publiceras.¹⁰² Bestämmelsen om visst inflytande i nomineringsprocessen för större aktieägare blev mycket kritiserad under remissarbetet och den antogs inte i sin ursprungliga form.¹⁰³

⁹⁴ Paragraph (d)(2)(ii)(J) of Item 7 of Exchange Act Schedule 14A

⁹⁵ Release 33-8340 (3)(d)

⁹⁶ Kommentarer på föreslagna regler "Summary of Comments" finns i File No. S7-14-03 samt på www.sec.gov. Se t.ex. ABA, Intel Corporation, Legget & Platt Inc., NYSBAR, Valero Energy Corporation

⁹⁷ American Society of Corporate Secretaries, American Corporate Council Association och Valero

⁹⁸ Se t.ex. BRT:s remissvar

⁹⁹ Se t.ex. ABA:s remissvar

¹⁰⁰ Release 33-8340 (3)(d)

¹⁰¹ Paragraph (d)(2)(ii)(K) of Item 7 of Exchange Act Schedule 14A

¹⁰² Paragraph (d)(2)(ii)(L) of Item 7 of Exchange Act Schedule 14A

¹⁰³ Release 33-8340 (3)(e)

SEC har stora möjligheter att utreda och dra inför rätta en misstänkt överträdelse av SEC:s regler (*rules* eller *regulations*). Överträdelse tas upp i civilmål och civilt skadestånd kan utdömas. Att överträdelser tas upp i civilmål innebär att något mindre stränga beviskrav ställs jämfört med vad som hade gällt i brottmål.¹⁰⁴ Skadestånd kan utdömas med högst \$ 50,000 för juridisk person och \$ 5,000 för fysisk person. Utöver skadestånd måste eventuell vinst återbäras.¹⁰⁵

3.6 Självreglering

Det finns i USA ingen direkt dominerande corporate governance-kod. Detta hänger delvis ihop med att varken United States Code (U.S.C.) eller någon av de stora marknadsplatserna är anslutna till någon nationell bolagsstyrningskod av modellen *comply or explain*.¹⁰⁶ Koderna är av olika slag och används på olika sätt. Av stor betydelse är däremot de stora marknadsplatsernas noteringskrav vilka också brukar nämnas vid diskussioner om corporate governance-koder.¹⁰⁷ Framför allt NYSE och Nasdaq:s noteringskrav är viktiga. ABA Corporate Director's Guidebook brukar också nämnas. Institutionellt ägande har ökat. Två av de mest inflytelserika investerarna California Public Employees' Retirement System ("CalPERS" – den största amerikanska publika pensionsstiftelsen, med över U.S. \$155 miljarder i investeringar) och Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund ("TIAA-CREF" – en privat pensionsstiftelse med över U.S. \$300 miljarder i investeringar), har gett ut riktlinjer för hur styrelsen bör utföra sitt arbete. Även Business Roundtable (BRT) och National Association of Corporate Directors (NACD) har publicerat uppförandekoder. Gemensamt för samtliga dessa koder är att offentliggörande av information – disclosure – är ett viktigt medel i arbetet med att uppnå bättre bolagsstyrning. Till skillnad från vad som är vanligt i Europa är varken U.S.C. eller någon av de stora marknadsplatserna anslutna till någon nationell eller externt formulerad kod med principen följ eller förklara.¹⁰⁸ Både NYSE och Nasdaq kräver dock att noterade bolag ska ha antagit en policy för corporate governance.

Historiskt sett har varken SEC eller marknadsplatserna ställt krav relaterade till oberoende styrelseledamöter förutom vissa regler kring revisionskommittéerna. I februari 2002 skickade den dåvarande ordföranden i SEC, Harvey Pitt, ett brev till NYSE och Nasdaq där han bad de båda marknadsplatserna att se över sina noteringskrav för att undersöka hur en revidering av dessa skulle kunna stärka bolagsstyrningen i de noterade bolagen.¹⁰⁹ Under hösten 2002 presenterade NYSE och Nasdaq för SEC sina första förslag på reviderade noteringskrav. Under våren 2003 lämnade

¹⁰⁴ 15 U.S.C.A §§77t(d)(1), 78u(d)(3)(A)

¹⁰⁵ Hazen 2005, s 695,696,703

¹⁰⁶ Om *comply or explain*, se avsnitt 4.2.4

¹⁰⁷ Se t.ex. European Corporate Governance Institute, www.ecgi.org/codes/all_codes.php

¹⁰⁸ Gregory, inledning

¹⁰⁹ Initiativ till revidering av NYSE och Nasdaq's noteringskrav gjordes i samband med framtagande av nya SEC regler beskrivna i stycke 3.5.2

marknadsplatserna in noteringskrav inklusive tillägg. I April 2003 skickade SEC ut de föreslagna noteringskraven på remiss och i november antogs slutligen de nya noteringskraven på NYSE och Nasdaq.¹¹⁰

3.6.1 Nasdaq:s noteringskrav

Enligt Nasdaq:s noteringskrav krävs att åtminstone hälften av det noterade bolagets styrelsemedlemmar ska vara oberoende.¹¹¹ Bolaget måste i sitt årliga proxy statement (eller om sådant inte finns, i sin årsrapport) offentliggöra vilka styrelsemedlemmar styrelsen fastställt som oberoende (4350 (c)(1)).

Det krävs att nomineringar till styrelsen godkänns av oberoende styrelseledamöter. Detta kan ske på två olika sätt. Det ena sättet är att en valberedning med övervägande oberoende ledamöter inrättas och att denna godkänner nomineringarna. Det andra sättet är att en majoritet av styrelsens oberoende ledamöter godkänner nomineringarna (4350 (c)(4)(A)(i, ii)). Det är alltså inte obligatoriskt att ha en valberedning utan det viktiga är att nomineringar till styrelsen har ett visst stöd från styrelsens oberoende ledamöter. I undantagsfall kan en enskild icke-oberoende styrelseledamot delta i en valberedning bestående av minst tre ledamöter (4350 (c)(4)(C)). Värt att notera är att företag där mer än 50 % av rösterna innehas av en individ, företag eller en koncern undantas helt från reglerna om nomineringsarbetet (4350 (c)(5)).

Nasdaq ställer också krav på att bolaget skall vara anslutet till en extern uppförandekod. För att anses som sådan måste koden uppfylla kraven uppställda i the Sarbanes Oxley Act samt även ha ett sanktionssystem (rule 4350 (n)).¹¹² Utländska bolag kan undantas från Nasdaqs noteringskrav angående bolagsstyrning. Undantag kan göras om Nasdaqs regler strider mot gällande rätt, regler eller business practise i bolagets hemland. Undantag från tillämpligheten av noteringskraven måste begäras (4350-6 (1)).

3.6.1.1 Definition av oberoende

Det finns detaljerade regler om vem som kan anses som oberoende. En oberoende ledamot är enligt noteringskraven någon som "...inte har någon relation som skulle kunna stå i strid mot utövandet av en oberoende bedömning av åtagandena som ledamot i valberedningen." Styrelsen har en uttrycklig skyldighet att fastställa att en styrelseledamot inte har någon som helst relation som diskvalificerar honom från att vara oberoende. Ledamöter med någon av följande relationer kan inte fastställas som oberoende: 1. person som är anställd av bolaget eller något av dess moder- eller dotterbolag. 2. en person vars familjemedlem är anställd av bolaget eller något av dess moder- eller dotterbolag. 3. person som är, eller har en

¹¹⁰ Bostelman, John T., *New NYSE and Nasdaq Governance Rules – the Board of Directors*, 1416 Practising Law Institute/Corp 37, 2004, § 10:1.2

¹¹¹ *Nasdaq Marketplace Rules*, Adopted by SEC Release 34-53128 (Jan. 13, 2006)

¹¹² Noteringskraven hänvisar till section 406(c) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 och 17 C.F.R. 228.406 and 17 C.F.R. 229.406

familjemedlem som är, partner i företagets revisionsfirma eller anställd (... or was a partner or employee of the company's auditor who worked on the company's outside auditor...) 4. en person som under nuvarande eller något av de tre föregående taxeringsåren, själv uppburit ersättning, eller vars familjemedlem uppburit ersättning från bolaget (bolaget, moder-, syster- eller dotterbolag) överstigande \$100,000 (utöver styrelsearvode, närståendes lönebetalningar från bolaget eller benefits under a tax-qualified retirement plan, or non-discretionary compensation). 5. någon som själv är eller har en familjemedlem som är delägare, kontrollägare eller *executive officer* (högre tjänsteman) i någon organisation till vilken bolaget betalade ut eller uppbar ersättning för egendom eller service överstigande viss summa. 6. person som själv eller vars familjemedlem, är anställd som executive officer i annat bolag där någon i bolaget verksam executive officer är medlem i ersättningskommittéen (4200(a)(15)). Listan är inte uttömmande.

3.6.2 New York Stock Exchanges noteringskrav

NYSE kräver precis som Nasdaq att bolagets styrelse åtminstone till hälften består av oberoende ledamöter (303A.01).¹¹³ Det är enligt NYSE:s noteringskrav, till skillnad från Nasdaq, obligatoriskt att ha en valberedning. Valberedningen är hos NYSE en kombinerad nominerings-/corporate governancekommitté. Denna skall bestå av en majoritet av oberoende ledamöter (303A.04(a)(b)). Det går bra att överlåta nomineringsarbetet till annan styrelsekommitté förutsatt att denna består uteslutande av oberoende ledamöter och har offentliggjort sina stadgar (303A.04 kommentar). Det finns detaljerade regler om vem som kan anses som oberoende. Nomineringskommittén måste också ha skriftliga stadgar där kommitténs syfte och ansvarsområde ska beskrivas. Kommittén ska åtminstone ha till uppgift att söka styrelseledamöter enligt kriterier godkända av styrelsen eller nomineringskommittén samt att utveckla och rekommendera för styrelsen ett antal principer och riktlinjer för god bolagsstyrning (303A.04(a)(i)). I valberedningens stadgar ska också inkluderas en årlig utvärdering av styrelsen (303A.04(b)(ii)). Valberedningens stadgar ska också ange vilka kvalifikationer som krävs för medlemskap i valberedningen samt hur dess medlemmar utses. Valberedningen ska vara den enda instansen som är behörig att ge rekryteringsföretag i uppdrag (eller återkalla uppdraget) att finna lämpliga kandidater till styrelseuppdrag. Den ska också vara den enda instans med rätt att godkänna en sådan firmas ersättning och villkor. Om bolaget är skyldigt att inkludera nomineringar gjorda av aktieägare behöver inte arbete med dessa nomineringar ingå i valberedningens arbete.

NYSE:s noteringskrav antogs tillsammans med kommentarer vilka ska ses som en del av reglerna. I kommentaren anförs att en nominerings-/corporate governance-kommitté är central för att styrelsen ska fungera effektivt och att nomineringar av styrelseledamöter är en av styrelsens viktigaste uppgifter (303A). Nomineringsarbetet ses som en av styrelsens viktigaste uppgifter trots att val av styrelse är bolagsstämman ansvarsområde.

¹¹³ NYSE Listed Company Manual approved by the SEC on November 4, 2003

NYSE ställer också krav på att bolaget skall vara anslutet till en extern uppförandekod (303A.10).

Utländska bolag är inte bundna av reglerna för bolagsstyrning annat än av de regler om revisionskommittén som kan härledas från Rule 10A-3 (303A generella bestämmelser). Undantaget kräver inga särskilda åtgärder från det utländska bolaget utan tillämpas automatiskt. Däremot krävs att utländska bolag som publicerar sin årsredovisning (SEC form 20-F) på bolagets hemsida ger en kort sammanfattning av de viktigaste skillnaderna mellan hemlandets regler och NYSE:s regler för bolagsstyrning. Dessutom måste CEO för ett icke-amerikanskt bolag utan uppskov informera NYSE om samtliga materiella avvikelser från egna tillämpade regler för bolagsstyrning. Avsikten är att göra amerikanska investerare uppmärksamma på de väsentliga skillnader som finns mellan det utländska bolagets regler för bolagsstyrning och de amerikanska noteringskravens regler, inte att utländska bolag skall publicera en detaljerad lista över samtliga skillnader. Sammanfattningen av skillnader kan publiceras antingen på bolagets hemsida eller i årsredovisningen. Om sammanfattningen endast finns på webben ska information om detta och webbadress finnas i årsredovisningen. Sammanfattningen ska vara på engelska (303A.11).

3.6.2.1 Definition av oberoende

En majoritet av valberedningens ledamöter måste alltså enligt NYSE:s noteringskrav vara oberoende. Precis som Nasdaq har NYSE antagit detaljerade regler som preciserar begreppet oberoende. Begreppet oberoende inrymmer som i Nasdaqs noteringskrav såväl materiella som formella krav.

För att en ledamot i nomineringskommittén ska anses som oberoende krävs det alltid att styrelsen som helhet uttryckligen uttalar att de anser att ledamoten inte har någon materiell relation till bolaget. Bolaget måste offentliggöra dessa uttalanden. Man anger vidare att det inte är möjligt att förutse alla möjliga situationer där ledamoten anses stå i relation till bolaget. En materiell prövning får således ske i det enskilda fallet. Styrelsens beslut att uttala att en ledamot är oberoende ska offentliggöras i bolagets årliga proxy statement eller om bolaget inte har något sådant, i en av SEC föreskriven procedur (SEC Form 10-K file). Offentliggörande av besluten ska möjliggöra kontroll av riktigheten i styrelsens bedömningar (303A.02).

En person är inte oberoende om han står i direkt relation till bolaget som t.ex. tjänsteman (officer), aktieägare, eller har en liknande position i en organisation som bolaget har en relation till. Ledamot som själv uppbär, eller som har en familjemedlem som uppbär över \$100,000 om året i kompensation direkt från bolaget är som huvudregel inte att anse som oberoende. Ledamöter som står i relation till någon av bolagets revisorer är heller inte att anse som oberoende. Inte heller kan den ledamot som själv tjänstgör eller som har familj som tjänstgör som executive officer i ett bolag där någon av bolagets nuvarande executives tjänstgör i ersättningsutskottet anses som oberoende. En ledamot som själv är eller har familj som tjänstgör i ett bolag som mottar betalningar från bolaget av viss storleksordning per år kan inte bestämmas vara oberoende. Det kritiska beloppet är alternativt,

antingen \$1 miljon eller 2 % av "such compay's consolidated gross revenue". Reglerna innehåller en karenstid på tre år. En ledamot som är anställd i bolaget eller som har familj som är executive officer i bolaget är inte att anse som oberoende förrän tre år gått sedan anställningsförhållandet i fråga upphört (303A.02).

4 Svensk rätt

Valberedningen är inte någon ny företeelse i svenska börsnoterade företag utan bruket med valberedning är väl befast, även om det inte finns någon svensk aktiebolagsrättslig reglering på området. I Sverige finns en tradition av att större ägare är involverade i nomineringar av styrelseledamöter. Svensk aktiebolagsrätt innehåller en rad bestämmelser som reglerar själva valet av styrelse. Lagregler som styr själva nomineringsprocessen finns dock inte. I fråga om svenska aktiebolag innehåller svensk aktiebolagsrätt ett antal övergripande regler och principer som alltid ska iakttas vid förvaltningen av ett bolag. Hur dessa regler förhåller sig till valberedningens arbete är inte helt klart. Problemet hänger samman med frågan om vilken rättslig status valberedningen ska anses ha. Valberedningen i ett aktiebolag är en fråga som är och har varit föremål för självreglering. Med Svensk kod för bolagsstyrning (Koden) kom år 2004 detaljerade regler om valberedningar. Koden är ett samarbete mellan representanter för näringslivet och den statliga Förtroendekommissionen. Den bygger helt på självreglering men har blivit väl etablerad bland annat på grund av att den inkorporerats i OMX Nordiska börsens noteringsavtal. Att Koden har blivit avtalsrättsligt bindande för många företag noterade på Nordiska börsen har gett den genomslagskraft. I samband med att Koden trädde i kraft skedde i den svenska självregleringen en viss harmonisering avseende regler om bolagsstyrning. Flera av värdepappersmarknadens aktörer valde att avskaffa sina regler i de fall de överlappade Kodens regler om bolagsstyrning och nomineringsprocessen till styrelseval. Bland annat slopade både Näringslivets Börskommitté (NBK) och Stockholmsbörsen sina dåvarande regler på området och hänvisar nu istället till Koden.¹¹⁴ Kodens reglering av valberedningar står därför i centrum för analysen.

Något ska också sägas om ägarförhållandena i svenska aktiemarknadsbolag. De skiljer sig i viss mån från förhållandena i USA. Svenska noterade bolag domineras oftare av en eller ett fåtal större ägare medan majoriteten av amerikanska börsbolag har ett mycket spritt ägande. Även i Sverige märks dock en utveckling mot ett större institutionellt, indirekt ägande. En stor del av riskkapitalet i Sverige omsätts via en börs.

EU-kommissionen tillsatte år 2001 en arbetsgrupp med uppdrag att sammanställa en rapport med rekommendationer om ett gemensamt bolagsrättsligt regelverk inom EU. Rapporten, "Modernisation of Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – a Plan to Move Forward",¹¹⁵ presenterades i november år 2002. Bland annat undersöker rapporten om EU bör, och i så fall på vilket sätt, koordinera och förbättra Corporate Governance i medlemsländerna. I samband med remissbehandlingen av rapporten behandlades rekommendationer för

¹¹⁴ NBKs regler om information i samband med styrelseval upphörde att gälla vid utgången av juni månad år 2005

¹¹⁵ Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, 4 November 2002

nomineringskommittéer – valberedningar.¹¹⁶ Expertgruppen kom till slutsatsen att det inte fanns behov av en gemensam europeisk bolagsstyrningskod. Projektet med en gemensam standard för bolagsstyrning inom EU anses därmed vara nedlagt men kan ändå nämnas i sammanhanget Rapporten remissbehandlades och ger upplysningar om medlemsländernas ståndpunkter i bolagsstyrningsfrågor. Det kan också vara värdefullt att veta att det inte inom överskådlig tid kommer att utformas någon för EU gemensam kod för bolagsstyrning. År 2004 antog Europaparlamentet och Rådet ett direktiv 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument (MiFID).¹¹⁷ Syftet med direktivet är att harmonisera den europeiska regleringen av finansiella instrument och marknadsplatser för dessa. Implementering av direktivet har inneburit förändringar av det börsrättsliga regelverk som berör kapitalmarknadens aktörer och därmed indirekt regleringen av valberedningar. Materiella regler om valberedningar finns däremot inte i direktivet.

Enligt LVM 13:14 krävs att en börs har en disciplinnämnd. Disciplinnämnden ska handlägga medlemmars och emittenters överträdelser av regler som gäller på börsen. Om ett bolag bryter mot börsens regler hotar i värsta fall avnotering. Vid mindre allvarliga brott mot börsens regler kan vite eller en varning bli aktuellt. Det är dock inte troligt att frågor om valberedningar eller bolagsstyrning över huvud taget skulle tas upp av Disciplinnämnden.¹¹⁸

Finansinspektionen har inga föreskrifter om valberedningar eller bolagsstyrning. I sitt remissvar beträffande utredningen av den svenska koden för bolagsstyrning skriver man att man inte har några synpunkter vad gäller sakfrågorna. Bolagsstyrning är ett område som Finansinspektionen inte lägger sig i.¹¹⁹

4.1 Regler nära Aktiebolagslagen

I Aktiebolagslagen (2005:551) (ABL) finns grundläggande regler om kompetensfördelningen mellan bolagsorganen och regler om hur styrelsen ska utses. Maktstrukturen i ABL bygger på ett hierarkiskt styrsystem där all makt, direkt eller indirekt, kan härledas från bolagsstämman. Att tillsätta styrelse ingår i bolagsstämmans exklusiva kompetens. Bestämmelser om kompetensfördelningen i ABL, regler för bolagsstämman och Aktiebolagslagen regler om styrelseval kommer därför kort att beskrivas.

¹¹⁶ Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward" – COM (2003) 284 final of 21 May 2003, s 14

¹¹⁷ Direktiv 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument av den 21 april 2004 (MiFID)

¹¹⁸

<http://www.omxgroup.com/nordicexchange/forbolagochemittenter/surveillance/surveillancestockholm/determinations/?contentId=12281>

¹¹⁹ Remissvar 2004-09-22, Finansinspektionen om SOU 2004:46 En svensk kod för bolagsstyrning

4.1.1 Maktstrukturen i ABL och bolagsstämman

Svensk aktiebolagsrätt föreskriver en hierarkisk styrstruktur. All makt kan direkt eller indirekt härledas från bolagsstämman, organet för bolagets ägare. I svensk aktiebolagsrätt finns fyra bolagsorgan: bolagsstämman, styrelse, vd och revisor. Bolagsstämman utser styrelse och kan även ge bindande direktiv till densamma. Stämman lägger också fast bolagsordningen. Styrelsen i sin tur utser VD. Bolagsstämman är det högsta beslutsfattande organet men har däremot ingen exekutiv kompetens. Styrelsen är det näst högsta beslutsfattande organet och det högsta verkställande organet. VD sköter den löpande förvaltningen och revisor har en granskande funktion. Kompetensfördelningen bolagsorganen emellan är inte helt klarlagd.

Beslut på bolagsstämman fattas normalt genom acklamation eller om votering begärs, genom omröstning.¹²⁰ Som huvudregel gäller att det förslag som fått majoriteten av alla röster anses bifallet. För en rad beslut som ansetts särskilt viktiga, t.ex. ändring av bolagsordningen, gäller s.k. kvalificerad majoritet dvs. att strängare krav på enighet ställs. Beslut på bolagsstämman ska uppfylla ett antal föreskrifter angående formen, bl.a. regler om kallelse till stämman. Om stämmobeslutet tillkommit på felaktigt sätt eller på annat sätt strider mot svensk aktiebolagsrätt kan beslutet klandras (ABL 7:50-52).

4.1.2 Tillsättning av styrelseledamöter

Huvudregeln är att styrelsen utses av bolagsstämman. Avvikelser från huvudregeln är i viss mån tillåtna och ska då föreskrivas i bolagsordningen. För en sådan ändring av bolagsordningen krävs kvalificerad majoritet. Beslutet är giltigt endast om det biträtts av två tredjedelar av såväl avgivna röster som de aktier som är företrädade vid stämman (ABL 7:41). Att utse styrelse ingår i stämmans exklusiva kompetens om inte annat anges i bolagsordningen. Det är inte tillåtet med bestämmelser som ger styrelsen eller enskild styrelseledamot rätten att utse styrelseledamöter (ABL 8:8). I publika bolag måste alltid fler än hälften av styrelseledamöterna utses av stämman (ABL 8:47). Vid val av styrelse gäller ABL 7:41, relativ majoritet, dvs. de ledamöter som har fått flest röster väljs. Strängare majoritetskrav än så får inte föreskrivas i bolagsordningen (ABL 7:41 2st). Syftet med bestämmelsen är alltså inte att ge minoritetsägare representation utan att man velat främja en aktiv ägarfunktion. Föreskrifter om absolut eller relativ majoritet riskerar låsning av beslutet.¹²¹ Det är däremot möjligt att införa en bestämmelse om s.k. kumulativt rösträttsförfarande, en proportionell valmetod.¹²² Det ansågs såväl vid revideringen av gamla ABL, 1999, som vid antagandet av ABL 2005 att det inte fanns behov av att lagstifta om nomineringskommitté eller valberedning. En anledning till detta är att man

¹²⁰ Sandström, s 185

¹²¹ Prop. 1997/98:99, s 81

¹²² Sandström, s 176

bedömer att självregleringen på området fungerar väl. Samtidigt understryker man vikten av att självregleringen fortsatt efterföljs och har ett ändamålsenligt innehåll. I annat fall avser man att återkomma med lagreglering.¹²³

4.1.3 Likhetsprincipen och generalklausulen

Det är oklart om aktiebolagslagens regler för stämmobeslut kan anses omfatta valberedningens arbete, arbetet med förberedelser för beslut i stämman. Likhetsprincipen får oavsett detta viss betydelse för Kodens tillämpning då ett av Kodens viktigaste medel stadgas vara att värna om att aktiebolagslagens likabehandlingsprincip tillämpas i praktiken.¹²⁴ Likhetsprincipen i ABL 4:1, som har sina rötter i statsrätten, föreskriver att alla aktier ska behandlas lika.¹²⁵ Samma rättigheter ska vara knutna till samtliga aktieslag. Alla aktieägare kan göra anspråk på lika behandling. Bestämmelsen gäller samtliga aktieägare i deras relationer till bolaget. Det finns dock en rad undantag till bestämmelsen. Ett exempel är att man i bolagsordningen föreskriver att det ska finnas olika aktieslag.

Bestämmelsen i ABL 4:1 ska tolkas som ett strikt förbud, formell särbehandling är inte tillåten. Om aktieägare formellt sett behandlats lika men i realiteten särbehandlats kan inte ABL 4:1 tillgripas. Däremot kan generalklausulen bli tillämplig.¹²⁶ ABL 7:47, generalklausulen, förbjuder bolagsstämman att fatta beslut som är "ägnade att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon aktieägare" (ABL 7:47). Likhetsprincipen ska ses tillsammans med generalklausulen.¹²⁷ Det är dock omtvistat hur samspelet exakt ser ut mellan de båda reglerna. Generalklausulen och likhetsprincipen har delvis överlappande tillämpningsområde och den något stela regeln i ABL 4:1 kompletteras av generalklausulen. Likhetsprincipen innebär att ingen aktieägare får försättas i bättre eller sämre ställning än annan med aktie av samma slag och att alla aktieägare ska tillförsäkras samma möjligheter att utnyttja sitt ägande i bolaget. Generalklausulen får betydelse när lagen tillåter undantag från likhetsprincipen och i de fall någon i realiteten diskriminerats även om formell likabehandling har skett.¹²⁸ Generalklausulen syftar i första hand till att ge minoriteten skydd. Aktiebolagslagen bygger på principen om majoritetsbeslut. Rekviritet "otillbörlig fördel" sätter en yttre gräns för vilka åtgärder majoriteten kan driva igenom mot minoritetens vilja. Försummande av enskild aktieägars intresse liksom av bolagets intresse förbjuds i generalklausulen. Särbehandling som grundar sig på olika stort aktieinnehav är som regel inte

¹²³ Prop. 1997/98:99, s 81-83 (Prop. 2004/05:85 (se s. 290) hänvisar till prop. 1997/98:99 i bolagsstyrningsfrågor)

¹²⁴ Läs mer i stycke 4.2.2.

¹²⁵ Dotevall, s 131

¹²⁶ Sandström, s 197

¹²⁷ Egentligen generalklausulerna, motsvarande regel om styrelsens skyldighet gentemot bolaget och aktieägare finns i ABL 8:41

¹²⁸ Sandström, s 197

otillbörlig. Handlingsutrymmet bör tolkas så att det blir lika stort för styrelse som för bolagsstämman, i annat fall kan det löna sig att låta det bolagsorgan som omgärdas av minst kompetensbegränsningar fatta kontroversiella beslut.¹²⁹ Exakt innebörd av begreppet otillbörlig fördel är oklar.

4.1.4 ABL och valberedningar

En viktig fråga är hur aktiebolagslagens regler förhåller sig till valberedningens arbete? Är t.ex. styrelseledamöter som deltar i valberedningen bundna av lojalitetsplikt och jävsbestämmelser? Är aktieägare i valberedningen bundna av aktiebolagslagens likabehandlingsprincip? För att besvara dessa frågor krävs en diskussion om hur valberedningen ska uppfattas som associationsrättslig företeelse. Valberedningen har ingen aktiebolagsrättslig juridisk ställning utan regleras i självreglering. Valberedningen i Kodens utformning är tillsatt av bolagsstämman med huvuduppgift att förbereda stämmobeslut om val av styrelse. Valberedningen kan, då den varken bereder frågor för beslut i styrelsen eller nödvändigtvis behöver vara tillsatt av styrelsen, inte ses som ett styrelseutskott utan snarast som stämmans beredningsorgan för styrelseval. Valberedningen är ett en grupp individer som lämnar förslag till vissa stämmobeslut. En fråga är om regler för bolagsstämmobeslut kan tillämpas på valberedningens arbete. Valberedningen fattar inte beslut för bolagsstämmans räkning, dess agerande i sig leder inte till några beslut som kan klandras. Eftersom valberedningen endast lämnar förslag på beslut är det svårt att argumentera för att aktiebolagslagens regler ska vara tillämpliga. Möjligen kan det bli aktuellt med analogier från aktiebolagslagen. Frågan blir då om det senare stämmobeslutet om tillsättning av styrelse skulle kunna klandras med hänvisning till att valberedningen inte följt aktiebolagslagens regler om stämmobeslut vilka analogt är tillämpliga på valberedningen. En annan fråga är om eventuella styrelseledamöter i valberedningen är bundna av samma regler som styrelsen är i sitt arbete i bolaget. Av liknande skäl som de ovan beskrivna är det svårt att argumentera för en dylik tolkning.

4.2 Självreglering – Svensk kod för bolagsstyrning och AMN

Frågor om bolagsstyrning är ett område som i Sverige till största delen varit föremål för självreglering, i synnerhet gäller detta nomineringsprocessen inför styrelseval. Marknadens aktörer formulerar alltså regler om gott uppförande inom branschen. Den svenska självregleringen är en del i en europeisk tradition som har sin begynnelse i Storbritannien. Självregleringen i Sverige brukar sägas ha sin början med den s.k. Ägarutredningen från 1980-talets andra hälft. Regler har sedan vuxit fram och utvecklats successivt. Viktiga självregleringsorgan, som har antagit regler om valberedningar, har varit Stockholmsbörsen och Näringslivets

¹²⁹ Dotevall, s 131, 132

Börskommitté. Aktiemarknadsnämnden tillämpar regler och utvecklar normer.¹³⁰ När Svensk kod för bolagsstyrning antogs, skedde som tidigare beskrivits, en harmonisering av den svenska självregleringen avseende frågor om bolagsstyrning och NBK och Stockholmsbörsen hänvisar numera till Kodens bestämmelser. Koden är avsedd att vara en heltäckande sammanställning av den reglering som vuxit fram samt att ytterligare öka kraven och höja kvaliteten inom svensk bolagsstyrning. Aktiebolagsrätten har löpande reviderats och ABL reglerar mycket som i andra länder är föremål för självreglering. Kodens regler om valberedningar står därför i centrum för analysen. Aktiemarknadsnämnden ska genom uttalanden, rådgivning och information verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. Aktiemarknadsnämnden kan meddela uttalanden på eget initiativ eller efter framställning. Nämnden avgör själv huruvida en framställning ska föranleda att frågan tas upp till behandling. Därvid ska särskilt beaktas om frågan är av principiell natur eller av praktisk betydelse för aktiemarknaden. Kodens regler ges framför allt tyngd genom att bolag noterande på Stockholmsbörsen förbinder sig avtalsrättsligt att följa Kodens regler.¹³¹ Självregleringens betydelse tydliggörs också genom att EG-rätten i viss mån möjliggör för medlemsländerna att välja mellan implementering i självreglering eller i lag.¹³² Även svensk lagstiftare har uttryckt att självreglering kan vara ett bra alternativ till statlig reglering men att det troligen endast är effektivt vid hot om lagreglering.¹³³

4.2.1 Bakgrund

I efterspelet av en rad förtroendeskadliga händelser på värdepappersmarknaden, de uppseendeväckande amerikanska konkurserna Enron och WorldCom men också skandaler i Europa och Sverige, inrättades i september 2002 den statliga s.k. *Förtroendekommissionen* med uppgift att utreda och analysera behovet av insatser för förtroendeskapa åtgärder i det svenska näringslivet. Utredningen resulterade i betänkandet "Näringslivet och förtroendet".¹³⁴ Under arbetets gång kom man fram till att en förtroendehöjande åtgärd skulle vara att Sverige liksom andra europeiska länder införde en kod för bolagsstyrning. Därför tillsattes *Kodgruppen*, bestående av Förtroendekommissionen och representanter för näringslivet, för att utarbeta ett förslag till bolagsstyrningskod. Förslaget remissbehandlades. En målsättning var att Koden skulle bygga på svensk aktiebolagsrätt och svenska traditioner för bolagsstyrning. I betänkandet framhålls att Kodgruppen har velat följa internationell standard för bolagsstyrning. Samtidigt har man, för att inte utarbeta en för svenska

¹³⁰ SOU 2004:46, s 7, 8

¹³¹ Noteringskrav, 2006, 5. *Bolagsstyrning*. Bolag ska ange hur det tillämpar den kod för bolagsstyrning som gäller i dess hemland. Om sådan kod saknas ska Svensk kod för bolagsstyrning tillämpas. Noteringskravet gäller ej för bolag som har ett marknadsvärde understigande 3 miljarder

¹³² Se exv. Rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudande ("Take over-direktivet") art. 1

¹³³ Prop. 1997/98:99, s 82, 83

¹³⁴ SOU 2004:47 *Näringslivet och förtroendet*

förhållande främmande kod, velat undvika att anamma utländska anglosaxiska regler annat än när så är nödvändigt.¹³⁵ Det kan anmärkas att modellen i sig är influerad av utländska bolagskoder – idén med en kod som bygger på principen comply or explain är anglosaxisk.¹³⁶

4.2.2 Koden och dess syfte

Kodgruppen gör ingen självständig analys av de problem som finns i svensk bolagsstyrning och hur en svensk kod för bolagsstyrning ska komma till rätta med problemen. I stället hänvisas i det närmaste till Förtroendekommissionens utredning ”Näringslivet och förtroendet”. I betänkandet analyseras förtroendeproblemet för svenskt näringsliv närmare.

De största problemen är enligt Förtroendekommissionen passivt ägande, något som till stor del har att göra med det ökande institutionella ägandet och färre kontrollägare i svenska börsbolag. Vid sidan av löner och ersättningsnivåer samt mäklares och analytikens bristande integritet och kortsiktigt agerande bedöms en av de mest förtroendeskadliga konkreta företeelserna för svenskt näringsliv vara att styrelser i svenska börsbolag har en alltför snäv rekryteringsbas och att informella rekryteringssystem spelar alltför stor roll. Detta leder också till homogena styrelser.¹³⁷ Förtroende för kapitalmarknaden är ett komplext problem. Av de huvudproblem som urskiljs i betänkandet kan endast vissa lösas genom en bättre bolagsstyrning och än färre genom reglering av ett bolags valberedning.¹³⁸ För tillväxt och ökat välstånd krävs att företagen får tillgång till investeringskapital. Förtroende, eller socialt kapital, är grundläggande för att kapitalmarknaden ska fungera väl. För att värdepappersmarknaden ska fungera som finansieringskälla för företagen krävs förtroende för att det investerade kapitalet används effektivt.¹³⁹ Brist på förtroende leder också till väsentligt ökade transaktionskostnader. Här spelar enligt betänkandet principer för bolagsstyrning stor roll.

Enligt Kodgruppen syftar Koden främst till att höja förtroendet för den svenska kapitalmarknaden genom att säkerställa god bolagsstyrning. God bolagsstyrning likställs med styrning i ägarnas intresse. På så sätt ska svenska företag få tillgång till investeringskapital. Koden avser att stärka svenska företags konkurrenskraft när det gäller att attrahera utländskt kapital vilket troligen är dess främsta syfte. Sevenius tolkning är att ”Den allmänna uppfattningen tycks vara att svensk bolagsstyrning förvisso håller hög standard i förhållande till andra länders, men att utlänningar inte förstår detta varför det trots allt behöver kommuniceras ytterligare i form av en etablerad kod för bolagsstyrning”.¹⁴⁰ Kodgruppen har angett ett antal

¹³⁵ SOU 2004:130, s 12

¹³⁶ Sevenius, s 151

¹³⁷ SOU 2004:47, s 15

¹³⁸ Andra åtgärder som föreslås är t.ex. att förmögenhetsskatten avskaffas för att minska skattemässiga skillnader mellan olika ägandeformer

¹³⁹ SOU 2004:47, s 13, 14

¹⁴⁰ Sevenius, s 147

vägledande principer i arbetet med förbättrad svensk bolagsstyrning. Dessa principer har bl.a. varit att:

- Skapa goda förutsättningar för utövandet av en aktiv och ansvarstagande ägarroll
- Skapa en väl avvägd maktbalans mellan ägare, styrelse och verkställande ledning som bl.a. säkerställer ägarnas möjligheter att hävda sina intressen gentemot bolagets ledningsorgan
- Värna om att aktiebolagslagens likabehandlingsprincip tillämpas i praktisk handling

En fråga är om dessa principer kan tjäna som tolkningsdata vid uttolkning av oklara bestämmelser i Kodens. Svernlöv förespråkar en dylik tolkning och får stöd av Sevenius som dock påpekar att det inte framkommer helt tydligt i Kodens förarbeten.¹⁴¹

Förutom Kodens övergripande syften, där framför allt målet att attrahera utländskt kapital är viktigt, nämns vissa särskilda målsättningar med regleringen av valberedningen. Valberedningen ska tillförsäkra att tillsättning av styrelseledamöter sker genom en systematisk och transparent process.¹⁴²

Koden har stort fokus på principal agentproblemet och lägger stor vikt vid ägarstyrning som verktyg för att uppnå god bolagsstyrning. Ägarstyrning till och med likställs med god bolagsstyrning. Angreppssättet är inte helt okontroversiellt. Neville påpekar i Nordisk Tidskrift för Selskabsret (NTS) att en fokusering på principal agentproblemet i diskussionen om Corporate Governance är relevant i de anglosaxiska rättssystemen som uppvisar en spridd ägarstruktur men att man i Norden, där det i publika aktiebolag ofta finns en stark kontrollägare inte okritiskt kan anamma den anglosaxiska problemformuleringen.¹⁴³ Vid ett mer koncentrerat ägande blir skyddet för minoriteten viktigt. Precis som åtskillnaden mellan ägande och kontroll i ett aktiebolag medför en inneboende risk för intressekonflikter mellan ägare och ledning, medför ett koncentrerat ägarskap en latent risk för att majoriteten ska skaffa sig fördelar på minoritetens bekostnad. Risken ökar med ett mer direkt ägarinflytande.¹⁴⁴ Det kan å andra sidan uttryckas viss kritik även mot antagandet att det i Sverige ofta finns en stark kontrollägare i ett börsbolag. I SOU 2006:47 bedöms det ökande institutionella/passiva ägandet vara ett av grundproblemen för förtroendet för svenskt näringsliv.¹⁴⁵

4.2.3 Problemet snäv rekryteringsbas till

¹⁴¹ Svernlöv, s 26, Sevenius, s 147

¹⁴² SOU 2004:47, s 215

¹⁴³ Ägarbilden i Sverige påminner om den danska i det att ägandet inte är lika splittrat som i USA. Däremot är en större andel av det svenska riskkapitalet knutet till en börs än i Danmark, Neville, s 75

¹⁴⁴ Neville, s 96, 97, 83

¹⁴⁵ SOU 2004:47, s 15

styrelser

I Förtroendekommissionens betänkande konstateras att händelser som skadar förtroendet för näringslivet är mer frekvent förekommande i bolag där ägarna är mindre aktiva. Vad gäller konkreta förtroendskadliga händelser anförs att styrelsers snäva rekryteringsbas är ett av de största problemen vad gäller bristande förtroende för svenskt näringsliv. Bedömningen stöder sig på det s.k. ”Rådslaget”, en undersökning av åsikterna hos ca åttio företrädare från myndigheter och näringsliv.¹⁴⁶ De ovan nämnda företeelserna anses vara allvarliga eftersom de bedöms vara både frekvent förekommande och i hög grad förtroendskadliga.¹⁴⁷ I betänkandets analys behandlas dock inte rekryteringsfrågan närmre. Det noteras däremot att sociala, informella kriterier spelar större roll vid rekryteringar till styrelser än vad objektiva och sakliga kriterier gör och att detta är svårt att förändra. Utredningen konstaterar att bolagets ägare vid en rekryteringsprocess styrs av samma mekanismer som styrelsen med skillnaden att personer rekryteras ur ägarnas i stället för ur ledningens sociala nätverk. Samma svågerpolitik tillämpas om man ser det hela ur en minoritetsägares perspektiv. Därmed inte sagt att det för småspararens del är egalt vem som sitter i styrelsen. Vad gäller möjligheter till förändring konstaterar utredningen att ”En viss förändring kan kanske uppnås genom att förändra urvalsinstrument och utvärderingsförfaranden så att icke-traditionella kriterier och resultat synliggörs... ..För en reell förändring krävs att dessa ”nya” kandidater åtnjuter förtroende och tillit.”¹⁴⁸ Utredningen konstaterar sammanfattningsvis att formella kriterier spelar en obetydlig roll vid rekrytering till bolagsstyrelser. Det bedöms vara svårt att med hjälp av reglering komma till rätta med problemet homogena styrelser och en snäv rekryteringsbas till styrelser.

4.2.4 Comply or explain – kort om Kodens rättsliga status

Koden bygger på principen *comply or explain*, följ eller förklara. Det innebär att det inte i sig är ett brott mot god sed för bolagsstyrning att inte följa Kodens regler men varje avvikelse måste i tillräcklig grad förklaras.¹⁴⁹ Enligt noteringsavtalet på Stockholmsbörsen är bolag med ett marknadsvärde överstigande tre miljarder avtalsrättsligt förpliktade att följa Kodens regler.

Det har diskuterats om Koden kan anses vara bindande sedvanerätt. En första etapp är då att visa att Kodens regler verkligen är sedvana. Om Kodens regler skulle bedömas som sedvana kvarstår fortfarande frågan om reglerna ska anses vara bindande sedvana. Denna argumentation är högst

¹⁴⁶ SOU 2004:47, s 79

¹⁴⁷ SOU 2004:47, s 109-110

¹⁴⁸ SOU 2004:47 s 238

¹⁴⁹ Sevenius, s 151, 152

osäker. Dotevall menar att Koden däremot i vissa fall kan medföra att standarden för aktsamhet höjs.¹⁵⁰

4.2.5 Valberedning i Koden

Genom att benämna nomineringskommittén i svenska aktiebolag ”valberedning”, markeras en skillnad mot dess anglosaxiska släkting. Kodens upphovsmän har velat markera att det är en representation av aktieägarna och inte ett utskott i styrelsen.¹⁵¹ Nedan följer en redogörelse för den svenska valberedningen, dess sammansättning, arbetsuppgifter och vilka verktyg den använder för att bidra till förbättrad bolagsstyrning – främst ägarstyrning.

4.2.5.1 Arbetsuppgifter och arbetssätt

Valberedningens uppgift är först och främst att vara en nomineringskommitté, d.v.s. att ta fram och föreslå lämpliga kandidater till bolagets styrelse samt att föreslå styrelseordförande. Valberedningen ska lämna förslag till ordförande och övriga ledamöter i styrelsen samt föreslå storlek på styrelsearvoden uppdelat mellan ordförande, övriga ledamöter samt föreslå eventuell ersättning för utskottsarbete (Koden 2.2.1). Bolagsstämman ska besluta om hur förfarandet ska se ut för ersättande av ledamot som lämnar valberedningen innan dess arbete är slutfört. Valberedningen ska också föreslå ordförande till ordinarie bolagsstämma (Koden 1.4.1). Förutom ovan nämnda uppgifter ska valberedningen också, i de fall ingen särskild valberedning tillsats för uppgiften, föreslå revisorer och revisorsarvode. Val av revisor kommer inte att diskuteras i uppsatsen. Sammanfattningsvis är valberedningens huvuduppgifter att:

- lämna förslag till styrelseordförande och styrelseledamöter (Koden 2.2.1)
- lämna förslag till styrelsearvode (Koden 2.2.1)
- lämna förslag till revisor (Koden 2.3.1)
- lämna förslag till revisorsarvode (Koden 2.3.2)
- lämna förslag till ordförande vid ordinarie bolagsstämma (Koden 1.4.1)

Valberedningens ska lämna förslag på arvode till styrelsens ledamöter uppdelat mellan ordförande, övriga ledamöter och eventuellt utskottsarbete (Koden 2.2.1). Tidigare har praxis varit att bolagsstämman beslutat om arvode till styrelsen i form av en klumpsumma.¹⁵² Det kan noteras att en ändring har införts i ABL sedan Koden trädde i kraft. Regeln innebär bl.a. att bolagsstämman ska besluta om ersättning till styrelseledamöterna var och en för sig (ABL 8:23 a).¹⁵³

¹⁵⁰ Dotevall, föreläsning, 2006-10-03

¹⁵¹ SOU 2004:130, s 19

¹⁵² Svernlöv, s 73

¹⁵³ I kraft 1 juli 2006

Vilka arbetsuppgifter valberedningen skulle tilldelas var en fråga som många remissinstanser kommenterade. I det ursprungliga förslaget till bolagskod föreslogs att det i valberedningens uppgifter skulle ingå att utvärdera styrelse och revisorer. Flera remissinstanser kritiserade bestämmelsen, främst för att valberedningen då riskerade att uppfattas som ett "femte bolagsorgan". Regeln kritiserades också för att riskera att förändra ansvarsfördelningen mellan bolagsorganen¹⁵⁴ och ändrades till att valberedningen i sitt arbete med att ta fram nomineringar ska utreda i vilken utsträckning den nuvarande styrelsen har skött sitt arbete (Koden 2.2.2).¹⁵⁵ Den föreslagna regeln kan vara influerad av amerikansk rätt där kommittén som sköter nomineringsarbetet i regel är en kombinerad valberedning/corporate governancekommitté. I amerikansk rätt är dock valberedningen ett utskott i styrelsen och valberedningens kontrollerande funktion får därför mer karaktären av internkontroll. Att en valberedning tillsatt av aktieägarna skulle, utöver styrelsens interna kontroll, ha en granskande funktion skulle få en annan juridisk innebörd än corporate governancekommitténs kontroll i amerikansk rätt. En annan bestämmelse som fanns med i det ursprungliga kodförslaget men som togs bort var att valberedningen skulle bereda incitamentsprogram. Regeln kritiserades från flera håll. Incitamentsprogram kräver stämmobeslut med kvalificerad majoritet (ABL 16 kap). Detta ansåg Svenska Fondhandlarföreningen och Fjärde AP-fonden påfordrade en annorlunda handläggning (ABL 16 kap). Ytterligare kritik mot regeln var att mycket makt skulle koncentreras kring majoriteten.

I Koden 2.2.2 finns bestämmelser om valberedningens arbetssätt. Reglerna ska formalisera förberedelsearbetet inför styrelseval. Valberedningens arbete med att ta fram kandidater till styrelseposter kan sägas bestå av tre delar. En utvärdering av nuvarande styrelse, fastställande av kravprofiler och sist en systematisk sökning efter kandidater.¹⁵⁶ Valberedningen ska först bedöma i vilken grad den sittande styrelsen har gjort ett bra arbete. Och därefter utarbeta kravprofiler för styrelsenomineringar. Kravprofilerna ska fastställas med utgångspunkt i hur väl sittande styrelse har fullgjort sina uppgifter och de potentiella brister som upptäckts. Till sist ska en systematisk sökprocedur genomföras. Förslag som inkommit från aktieägare ska beaktas (Koden 2.2.2). Bolaget ska på sin hemsida ange hur aktieägare kan lämna förslag till valberedningen (Koden 2.1.3).

4.2.5.2 Offentliggörande av information

Det finns också regler för hur nomineringarna och information relaterat till valberedningens arbete ska presenteras. Valberedningens förslag ska presenteras i kallelsen till bolagsstämman och på företagets hemsida. Det finns regler för hur detta ska ske. Viss information om de kandidater

¹⁵⁴ En uppfattning som delas av Ekonomistyrningsverket, Svenskt Näringsliv, Stockholms Handelskammare, Svenska Bankföreningen, Styrelsepoolen, AktieTorget, Första, Andra, Tredje och Fjärde AP-fonderna, AMF Pension samt L E Lundbergsföretagen (SOU 2004:130 s. 17)

¹⁵⁵ SOU 2004:130, s 29

¹⁵⁶ Sevenius, s 164-165

valberedningen nominerar ska alltid finnas med. Det gäller enligt Kodens 2.2.3 uppgifter om:

- ålder, utbildning och arbetslivserfarenhet samt om kandidatens eventuella uppdrag i bolaget
- aktier och andra finansiella instrument i bolaget som innehas av den nominerade kandidaten eller till denne närstående fysisk eller juridisk person.
- uppdrag i företaget och andra väsentliga uppdrag
- antal år i styrelsen (vid omval)
- andra uppgifter som kan vara av betydelse för bedömningen av kandidatens kompetens och oberoende
- om kandidaten kan anses som oberoende i förhållande till "bolaget, bolagsledningen respektive större aktieägare i bolaget".

Ingen definition ges av begreppet närstående. Svernlöv menar att ledning kan tas i 5 § lag (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument.¹⁵⁷ Valberedningen ska presentera och motivera sina förslag på bolagsstämman. En särskild motivering ska ges om ingen förnyelse av styrelsen föreslås (Koden 2.2.4). Om ingen ledamot av valberedningen kan närvara på stämman ska förslaget presenteras av någon annan. Svernlöv menar att det inte bör presenteras av en styrelseledamot.¹⁵⁸

I både ABL och Noteringsavtalet finns regler om vilken information som ska finnas i kallelsen. Kodens krav är dock strängare.

Fråga om valberedningens sammansättning ska tas upp i den dagordning som ska ingå i kallelsen till årsstämman. Svernlöv rekommenderar att de bolag som i sin bolagsordning anger de ärenden som skall förekomma på årsstämman även tar upp valberedningens sammansättning som en särskild punkt i dagordningen.¹⁵⁹

Senast sex månader före ordinarie bolagsstämma ska namnen på valberedningens ledamöter offentliggöras (Koden 2.1.3). Bestämmelsen gäller endast i de fall bolaget tillämpar en modell där kriterier för tillsättning av valberedning anges av stämman. I annat fall har stämman själv redan beslutat om valberedning. Ett halvår ansågs av Kodgruppen vara tillräcklig tid för att valberedningen skulle kunna utföra sitt arbete väl.¹⁶⁰ Om ledamot representerar viss ägare ska ägarens namn anges. I de fall ledamot av valberedningen ersätts ska motsvarande information lämnas. Informationen ska lämnas på bolagets hemsida (Koden 2.1.3).

Mannheimer Swartling har i Handledningen till Kodens påpekat att bolaget i samband med reglerna om valberedningens kandidater har ålagt en informationsskyldighet men att det inte finns reglerat hur bolaget ska få tillgång till informationen. Det har därför rekommenderats att stämman ger

¹⁵⁷ Svernlöv, s 76

¹⁵⁸ Svernlöv, s 78

¹⁵⁹ Svernlöv, s 69

¹⁶⁰ SOU 2004:130, s 20

instruktioner till valberedningen om kommunikation mellan valberedning och bolagsledning.¹⁶¹

Det finns också en skyldighet att informera aktieägare och allmänhet om hur valberedningen har arbetat. På bolagets hemsida och i kallelsen till stämman ska valberedningen lämna en redogörelse för hur de har arbetat (Koden 2.2.3). Enligt Sevenius bör redogörelsen innefatta valberedningens beslutsunderlag vilket inkluderar en beskrivning av ovan nämnda utvärdering av styrelse, fastställande av kravprofiler samt sökprocedur.¹⁶²

Det har uttryckts oro över att valberedningen i sitt arbete kan få tillgång till känslig information. I Handledningen rekommenderas att ett sekretessavtal ingås om känslig information ges ut.¹⁶³

Bolaget ska offentliggöra namnen på ledamöterna i valberedningen senast sex månader före ordinarie bolagsstämma. Om ledamot representerar viss ägare ska namnet på ägaren anges. Om ledamot ersätts ska detta och motsvarande information anges på bolagets hemsida (Koden 2.1.3).

4.2.5.3 Ägarrepresentation, valberedningens sammansättning

Valberedningen ska representera bolagets aktieägare antingen genom att stämman direkt utser valberedningen eller att den anger en process för hur dess ledamöter och ordförande ska utses. Valberedningen ska ha minst tre ledamöter (Koden 2.1.1). Endast en minoritet av valberedningens ledamöter får vara styrelseledamöter. Verkställande direktören eller annan person i den operativa ledningen ska inte vara ledamot av valberedningen. Styrelsens ordförande eller annan styrelseledamot ska inte vara valberedningens ordförande (Koden 2.1.2). Det stadgas också i en fotnot att representanter från företag som bedriver med bolaget konkurrerande verksamhet inte bör ingå i valberedningen (Koden 2.1.3). Svernlöv menar att stadgandet i fotnoten inte är del av Koden utan snarast bör ses som en rekommendation.¹⁶⁴

Att valberedningens ledamöter utses på stämman anses ge valberedningen hög legitimitet. En nackdel är att förfarandet låser valberedningens sammansättning under onödigt lång tid. Förfarandet kan också göra att den period valberedningens ledamöter kan komma att ta del av insidinformation förlängs.¹⁶⁵

Hur bolaget uppfyller kravet på att valberedningen ska representera bolagets aktieägare anges inte. Rimligtvis borde det vara tillräckligt att Kodens mer specifika regler följs. En valberedning med tre ledamöter varav en är styrelseledamot är i princip godkänd. Vilka krav på anknytning till ägande de ledamöter som representerar aktieägarna ska uppfylla lämnas åt stämman

¹⁶¹ Mannheimer Swartling Advokatbyrå har på ett flertal företags uppdrag utarbetat en handledning vid tillämning av Koden, Handledningen 2.1.3

¹⁶² Sevenius, s 166

¹⁶³ Handledningen 2.2.1

¹⁶⁴ Svernlöv, s 70

¹⁶⁵ Svernlöv, s 68

att avgöra. Det är upp till bolagsstämman att inom ramen för svensk aktiebolagsrätt besluta om exakt förfarande. Det finns en möjlighet för stämman att ge styrelsen mandat att utse valberedningen. Är kravet på ägarrepresentation uppfyllt om stämman ger styrelsen i uppdrag att utse valberedningen och styrelsen i sin tur utser en valberedning bestående av en styrelseledamot och ett antal externa ledamöter? Kodgruppen tar inte upp frågan. Kodgruppens tystnad kan tolkas som ett godkännande av dylika valberedningar. För detta talar även bestämmelsens ordalydelse. Att andra stycket i 2.1.1 tillsammans med 2.1.2 specificerar när valberedningen kan anses representera bolagets ägare: ”om valberedningens ledamöter inte utses på stämman skall stämmans beslut ange efter vilka kriterier valberedningens ordförande och ledamöter utses” (Koden 2.1.1 st. 2). Enligt kraven i 2.1.2 ska högst hälften av valberedningens ledamöter vara styrelseledamöter och personer från bolagsledningen får inte ingå. Det skulle också vara möjligt att argumentera för att valberedningar av beskrivet slag inte uppfyller Kodens krav på ägarrepresentation. Det skulle kunna hävdas att det framgår av Koden som helhet att denna typ av valberedningar inte är tillåtna då de ej är i linje med de principer som varit vägledande i arbetet med Koden, bl.a. att skapa förutsättningar för en aktiv ägarroll. I förarbetena anges dessutom uttryckligen att valberedningen ska vara ett instrument för ökad ägarkontroll. En tolkning av Kodens bokstav är mer tilltalande. Ett skäl till att Kodgruppen inte har velat förbjuda dylika valberedningar skulle kunna vara att målsättningen varit att kodifiera praxis och att valberedningar av tidigare beskriven modell har förekommit.

Det finns i Koden inga krav på viss kompetens hos valberedningens ledamöter. Sevenius påpekar att ett enda objektiva kriterium ”smugit sig in” – noten om förbud för konkurrenter att delta i valberedningen.¹⁶⁶ Huvudsaken är att ledamöterna har förankring i bolagets ägande snarare än kunnande och erfarenhet.

Det finns inga särskilda bestämmelser om representation för minoriteten. Det anges ingenstans att valberedningen ska vara ett instrument i syfte att skapa balans mellan minoritets- och majoritetsaktieägare, endast att Koden ska värna om att aktiebolagslagens likabehandlingsprincip ska tillämpas i praktisk handling. Flera remissinstanser berörde i sina svar frågan om minoritetsrepresentation. Styrelseakademien, Aktiespararna och Ägarfrämjandet betonar att valberedningen måste arbeta för samtliga aktieägares bästa, även för mindre ägares. Minoriteten är inte heller enhetlig utan består i regel av flera olika intressegrupperingar. Per Lekvall, sekreterare i Kodgruppen, hävdar att eftersom majoritetsreglerna för beslut på bolagsstämman ser ut som de gör kommer följden bli att de största ägarna styr sammansättningen av valberedningen men att det vore en motiverad utveckling att avsätta en plats i valberedningen till de mindre aktieägarna.¹⁶⁷ Det är osäkert varför man inte i Koden tog med några minoritetsregler om man ansåg det önskvärt med minoritetsrepresentation.

¹⁶⁶ Sevenius, s 164

¹⁶⁷ Carlsson, Bengt, *Koden utesluter inte små aktieägare*, Dagens nyheter, 11 resp. 18 april 2005

Alltför stor vikt ska inte fästas vid Lekvalls uttalande. Det är oklart om det ger uttryck för hela Kodgruppens åsikt och är inte heller bindande. I en utredning publicerad januari 2008, gjord på Kodgruppens uppdrag dras slutsatsen att det inte är nödvändigt med bestämmelser om minoritetsrepresentation i valberedningen.

Några remissinstanser kritiserade att valberedningen skulle tillsättas av bolagsstämman. NGM och The National Association of Pension Funds (NAPF) anser att valberedningen i stället borde vara ett utskott i styrelsen.¹⁶⁸

4.2.5.4 Oberoende ledamöter

Innebörden av begreppet oberoende kan variera. Betydelsen beror på parternas inbördes relationer. Man kan vara oberoende gentemot olika parter inom bolaget, dess majoritetsägare, dess ledning, dess operativa ledning eller gentemot samtliga dessa grupper. Oberoende kan även konstateras gentemot andra parter som bolaget har kontakt med. Exempelvis gentemot personer eller bolag från vilka bolaget erhåller betalning.

Själva uttrycket ”oberoende” används inte i bestämmelserna om valberedningar till skillnad från reglerna om styrelsens sammansättning. Däremot finns bestämmelser med innebörden att vissa krav på oberoende ställs. Verkställande direktören eller annan person från bolagsledningen ska inte vara ledamot i valberedningen (Koden 2.1.2). Bestämmelsen utvecklas inte. Endast en minoritet av valberedningens ledamöter får komma från bolagets styrelse. Styrelseledamot får inte vara valberedningens ordförande (Koden 2.1.2). Ledamöter från styrelsen tillåts sitta i valberedningen för att möjliggöra för aktieägare som även innehar styrelseposter att vara med i valberedningen.¹⁶⁹ Ledamöter från konkurrerande bolag har uttryckligen förbjudits att sitta i valberedningen. Varför har denna regel inkluderats när oberoendebegreppet är så sparsmakat utvecklat i övrigt? En anledning kan vara att ledamöter från konkurrenter bedöms kunna skada bolaget och alltså även tredje man medan frågan om valberedningens ledamöter är oberoende eller inte rör bolagets interna förhållanden. En annan möjlig anledning är att det i Sverige inte finns någon tradition att definiera ledamöter som oberoende eller inte. Sammanfattningsvis är det inte helt klart hur begreppet bolagsledning ska definieras. Sannolikt åsyftas operativ ledning (högre tjänstemän) men var gränsen ska dras förklaras inte. Bestämmelsen i 2.1.2 kan tolkas som ett obestämt förbud mot att en person med alltför nära relationer till bolagets verkställande ledning ska kunna vara ledamot av valberedningen. Svernlöv menar att det följer av ABLs organisationsmönster att ordförande eller annan styrelseledamot ej bör vara ordförande i valberedningen samt att vd eller annan styrelsen underställd befattningshavare inte bör delta i valberedningens arbete.¹⁷⁰

¹⁶⁸ SOU 2004:130, s 16

¹⁶⁹ SOU 2004:130, s 19

¹⁷⁰ Svernlöv, s 70

4.2.5.5 Ersättning för valberedningens arbete

En annan uppmärksammas fråga har varit i vilken utsträckning valberedningens ledamöter har rätt till ersättning för sitt uppdrag och för utgifter inom ramen för uppdraget. Det främsta argumentet mot dylik ersättning är att den skulle kunna anses strida mot ABLs regler om kapitalanvändning. Avgörande för frågan är om valberedningens arbete ska anses utföras för bolaget eller för specifik aktieägares räkning. Om arbetet ska anses vara utfört för en enskild aktieägares räkning innebär ersättningen en värdeöverföring från bolaget till aktieägaren. Det kan anses problematiskt att endast vissa aktieägare har möjligheten att delta i valberedningens arbete och att även andra alternativa valberedningar i enlighet med ABLs likhetsprincip bör ha rätt till ersättning för utgifter för sitt arbete. Argument mot en sådan tolkning är bl.a. att valberedningen tillsätts av bolagsstämman och arbetar för hela aktieägarkollektivet. Valberedningen ska arbeta för samtliga ägares intressen även om den består av representanter för ett fåtal ägare.¹⁷¹ Kodgruppen menar att ledamot som har tillsatts av aktieägare bör täcka eventuella kostnader för dennes arbete samt att styrelseledamot som är ledamot i valberedningen inte borde erhålla någon ersättning för detta. Vad gäller andra typer av valberedningsledamöter avstår Kodegruppen från att uttala sig men menar att det vore önskvärt att frågan reglerades i lag.¹⁷² Sevenius påpekar att det i så fall skulle uppstå ett ganska märkligt förhållande med lagreglering av ett institut inom självregleringen.¹⁷³ I Handledningen till svensk kod för bolagsstyrning anförs att valberedningen torde ha rätt till ersättning med hänvisning till 18 kap. 5 § Handelsbalkens allmänna regler om ersättning för uppdragstagare. Valberedningen utses av bolagsstämman och är dennas organ för beredning av vissa frågor. För ett bolag som enligt Stockholmsbörsens noteringskrav är skyldigt att följa Kodens regler är det enligt Handledningen rimligt att anse kostnader för valberedningen som kostnader för bolagets räkning.¹⁷⁴ Sammanfattningsvis råder rättslig oklarhet i frågan.

4.2.5.6 Valberedningens ansvar för sitt arbete

En fråga som hänger samman med frågan om valberedningens rättsliga ställning är frågan om vilket ansvar valberedningens ledamöter har för fel begångna i sitt arbete. Valberedningen har ett visst uppdrag och består av ett antal ledamöter tillsatta av bolagsstämman. Det är teoretiskt möjligt att en valberedning som utfört sitt arbete bristfälligt skulle kunna bli skadeståndsskyldig på den rättsliga grunden att ledamöterna har ett sysslomannaansvar. I praktiken är det dock svårt att tänka sig en dylik situation och det skulle troligen bli svårt att bevisa orsakssamband mellan skador och skadebringande handling.¹⁷⁵

¹⁷¹ Sevenius, s 168

¹⁷² SOU 2004:130, s 21

¹⁷³ Sevenius, s 167

¹⁷⁴ Handledningen 2.1.1

¹⁷⁵ Sevenius, s 167

4.3 Svenska valberedningar i praktiken

I svenska börsbolag noterade på Stockholmsbörsen, Large Cap-listan, är det vanligast att valberedningen består av de tre största ägarna samt styrelseordförande i bolaget. I en undersökning av valberedningens sammansättning i de tjugo största bolagen på Stockholmsbörsen framgår att 33 olika ägare finns representerade på de 84 valberedningsplatserna. I många fall sitter samma ägarrepresentanter i flera olika valberedningar. Caroline af Ugglas hade inför årsstämmorna 2007, 13 valberedningsuppdrag. Marianne Nilsson var ledamot i 12 olika valberedningar och Carl-Olof By, Björn Lind och Gustaf Douglas deltog som ledamöter i 11 valberedningar vardera.¹⁷⁶

I slutet av år 2007 meddelar Scania att en representant från MAN AG tar plats i Scantias valberedning. Det är enligt Koden inte förenligt med god sed för bolagsstyrning att i valberedningen ha representanter för företag som bedriver med bolaget konkurrerande verksamhet (Koden 2.1.2). Scania har inte lämnat någon förklaring till beslutet.¹⁷⁷ "Koden är ju inte bindande utan utgör snarare riktlinjer", säger Scantias kommunikationschef Cecilia Edström till tidningen Dagens industri.¹⁷⁸

4.3.1 AMN:s uttalande 2006:31

4.3.1.1 Bakgrund

Cevian, ett holdingbolag som försöker påverka bolagen i vilka det investerar genom att ta aktiv del i styrelsens arbete meddelade den 6 september 2006 genom flaggning att det innehade 5,0 % av rösterna i Volvo. Detta baserades på att Cevian innehade 3,5 % av rösterna och att Parvus Asset Management (UK) LLP (Parvus) innehade 1,5 %. Vidare framgick av flaggningen att Parvus hade givit Cevian fullmakt att rösta för de aktier man innehade. I anslutning till detta framförde Cevian till Volvo en önskan om att tilldelas en plats i Volvos valberedning. Det kan också nämnas att Öresund Investment AB (Öresund), ägare till 1 % av rösterna i Volvo, uttalade sitt stöd för att Cevian skulle bli representerad i valberedningen. En instruktion för hur medlemmarna i valberedningen skulle utses och ersättas i de fall ledamöter lämnade sitt uppdrag hade antagits på Volvos bolagsstämma. Formuleringen i valberedningens statuter var i vissa fall tvetydig och har gett upphov till en rad frågor. Volvos styrelseordförande och var och en av de fyra största aktieägarna skulle tilldelas en plats i valberedningen. Fråga uppkom bl.a. om Cevians krav på sammanläggning av rösterna skulle beaktas. Ordföranden i Volvo, Finn Johnsson, nekade Cevian en plats i valberedningen. Cevian och Parvus (sökandena) bad AMN att uttala sig om

¹⁷⁶ Urwitz, Joel, *Valberedningsfunktionen - En kritisk granskning av den svenska modellen*, bilaga 1, Examensarbete, Juridiska institutionen, Stockholms universitet, 2007

¹⁷⁷ http://www.scania.com/about/corporate_governance/nomination_committee/svindex.asp (2008-01-31)

¹⁷⁸ Björk, Carl, Dagens industri, 2007-11-07

Volvos vägran att sammanräkna de båda sökandenas röster stred mot god sed på aktiemarknaden.

Cevian och Parvus har framhållit att de avseende flaggning skall ses som en aktieägare. Enligt lag (1991:980) om handel med finansiella instrument och enligt NBK:s flaggningsregler skall gemensam flaggning göras. Sökandena har också anfört att såväl ”Svenska Handelsbanken m fl” (Handelsbanken) och ”SEB-fonder m fl” (SEB) anses av Volvo vara en ägare vardera med följderna att de har var sin representant i valberedningen. Dessa konstellationer inkluderar olika stiftelser, fondbolag och aktiebolag som inte ingår i samma koncern. Man framhåller också att dessa fondbolag inte är ägare till de värdepapper som ingår i investeringsfonderna utan endast har ett förvaltningsuppdrag. Volvos styrelseordförande Finn Johnsson har i ett yttrande sagt att han i sin tolkning av instruktionen för valberedningen utgått från att en ”ägare” såväl rent språkligt som enligt praxis på marknaden betyder en juridisk eller fysisk person. Han menar att stämman vid tillsättning av valberedningen frångått detta när de valde in representanter från SEB och Handelsbanken. Johnsson menar att han vid tolkning av valberedningens instruktion måste göra det enligt gängse språkbruk och inte i enlighet med ett undantag från valberedningens statuter som stämman gjort. Han menar att enligt instruktionen kan även en grupp av juridiska personer ses som en ägare om de enligt etablerad praxis räknas som en aktieägare. Etablerad praxis kan enligt Johnsson till exempel vara hur ägargrupperingen framställs i årsredovisningar.

Mats Qviberg, vd i Öresund Investment AB, påpekar i ett brev till Aktiemarknadsnämnden att det ingenstans i protokollet från Volvos årsstämma framgår att man frångår instruktionen för valberedningen. Istället visar man med detta val att det är praxis på marknaden att ägargrupperingar ses som en ägare.¹⁷⁹ Cevian menade också att Volvos agerande möjligen kunde strida mot ABL:s krav på likabehandling. Sökandena stödde sig på likhetsprincipen och menade att olika ”ägarsfärer” hade favoriserats. Finn Johnsson menade att ABL:s likabehandlingsprincip inte var tillämplig på regler om ett bolags valberedning eftersom denna endast förbereder ett förslag som stämman sedan röstar på.

4.3.1.2 AMNs bedömning

AMN noterar i sitt uttalande att det i Koden finns allmänna bestämmelser om tillsättning av styrelse respektive revisorer men att Koden däremot inte anger vilken metod som skall användas för att utse ledamöter i valberedningen eller ersätta ledamöter som lämnar valberedningen. I sitt beslut om instruktion till valberedningen har Volvos bolagsstämma gett anvisningar för hur styrelsens ordförande ska gå tillväga om ägarrepresentant inte längre representerar någon av de största ägarna eller av annat skäl lämnar valberedningen innan dess arbete är slutfört. Nämnden konstaterar att instruktionen är kortfattad och ger stort utrymme för tolkning. AMN menar att förevarande fall berör tolkningen av Volvos instruktion för valberedningen och att det inte är nämndens, utan

¹⁷⁹ Qviberg

styrelseordförandens, uppgift att tolka denna. Nämnden menar att dess prövning därför måste inskränka sig till frågan om ”huruvida styrelsens ordförande tillämpar instruktionen på ett sätt som präglas av en sådan transparens som avsetts i koden och inte har något sådant inslag av godtycke eller mannamån som kan äventyra förtroendet för aktiemarknaden.” Enligt AMN har Volvos styrelseordförande gjort en övervägd tolkning som skett under medverkan av juridisk expertis. Enligt nämndens mening kan tolkningen inte anses strida mot god sed på aktiemarknaden.¹⁸⁰

4.4 Framtid

I en intervjuundersökning utförd för Kollegiet för svensk bolagsstyrning utreds hur valberedningsarbetet sköts i de bolag som tillämpar Kodens.¹⁸¹ 28 personer ingick i undersökningen, av dessa var 26 ledamöter av valberedningar i svenska börsbolag inför årsstämorna 2007. De intervjuade var engagerade i totalt 80 börsbolag, av dessa omfattades 58 av Kodens. Bland de företag som inte omfattades av Kodens hade några ett börsvärde mindre än en miljard kronor. Några av bolagen var noterade på NGM. Utredningens slutsats är att det inte finns några egentliga problem med Kodens utformning av valberedningen. Utredningen konstaterar också att det inte föreligger några hinder för att Kodens regler även skulle gälla för mindre bolag.

I utredningen bekräftas att det ses som en självklarhet, i princip som en rättighet, att de stora ägarna finns representerade i valberedningen. Tidigare skötte normalt den största ägaren tillsammans med styrelseordföranden, nomineringsarbetet. En majoritet av de intervjuade ansåg däremot att det fanns vissa brister i kompetens och kunnande i valberedningarna. Vissa ansåg att styrelseordföranden har fått en alltför tung roll. Dennes starka ställning tillsammans med bristande kompetens hos övriga ledamöter kan försvåra ett eventuellt byte av styrelseordförande. De intervjuade tyckte att samarbetet i valberedningen oftast fungerade väl. I två fall uppstod dock problem, dels när en tydlig huvudägare ligger sig med styrelseordföranden, dels när två större ägare bedrev ett politiskt maktspel. En klar majoritet ansåg att det inte behövs några representanter för mindre ägare (anmärkas kan att de intervjuade i sin egenskap av ledamöter i valberedningen representerar ”storägare”). Man anser sig kunna arbeta för samtliga ägares bästa. Dessutom kan man lätt utöka valberedningen till att inkludera de fyra eller fem största ägarna. De intervjuade uppgav att valberedningen normalt inte diskuterade andra frågor än nomineringsfrågor. I vissa fall har dock andra ämnen uppkommit och det skapas på så vis nya informella kontaktvägar.

Enligt rapporten är de intervjuade överlag positiva till det svenska systemet och menar att Kodens regler bidragit till ökad kvalitet i nomineringsarbetet.

¹⁸⁰ AMN 2006:31

¹⁸¹ Björkmo, Malin, *Valberedningsarbete i praktiken*, intervjuundersökning utförd för Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, januari 2008

Mest positiv förändring har enligt de intervjuade kunnat märkas i bolag med splittrat ägande.

Februari 2008 publicerade kollegiet för svensk bolagsstyrning ett förslag om en reviderad uppförandekod. Den stora nyheten är att Koden nu ska gälla även för mindre bolag noterade på Stockholmsbörsen samt för bolag noterade på NGM Equity. Förändringar har gjorts framförallt avseende reglerna om valberedningen.

De viktigaste förändringarna i reglerna om valberedningar sammanfattas nedan. I förslaget poängteras att valberedningens enda uppgift är att bereda stämmobeslut i val- och arvoderingsfrågor, i första hand val av styrelse men även val och arvodering av revisorer. Det finns också ett krav på att ordförande i valberedningen ska utses. En nyhet är att nya regler om ledamöters oberoende införs. En majoritet av ledamöterna i valberedningen ska vara oberoende gentemot bolaget och bolagsledningen. Dessutom ska minst en ledamot vara oberoende gentemot den röstmässigt största ägaren eller ägargrupperingen. I fråga om definition av begreppet oberoende styrelseledamot införs samma regler som börsernas och för kriterier hänvisas till börsreglerna. Intressant är att regeln om att ledamöter från konkurrerade företag inte ska delta i ett bolags valberedning tas bort. Uttrycket ”representerar” viss ägare har bytt ut mot ”utsetts av” viss ägare. Det förtydligas att en valberedningsledamot ska tillvarata samtliga ägares intresse, oavsett hur ledamoten har utsetts. En majoritet av valberedningen ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen.¹⁸²

¹⁸² *Förslag till reviderad Svensk kod för bolagsstyrning*, Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, februari 2008

5 Avslutande kommentarer

Uppsatsens första fråga handlar om hur regleringen av valberedningar ser ut och ska tolkas. Svaren har redan givits i den löpande texten och resultaten ska inte upprepas här. Vissa viktiga aspekter av regleringen ska emellertid kommenteras.

5.1 Komparativ analys

Vid en jämförelse mellan den svenska och den amerikanska regleringen blir en första viktig notering att valberedningen i USA är en styrelsekommitté, en arbetsgrupp i styrelsen. Nomineringskommittén består av styrelseledamöter men samtliga eller åtminstone en majoritet av ledamöterna är normalt oberoende, d.v.s. har ingen koppling till bolagets operativa ledning. I Sverige består valberedningen av ägarrepresentanter utsedda av bolagsstämman eller genom ett förfarande beslutat av bolagsstämman. Förhållandet hänger samman med att styrelsen i USA traditionellt sett har varit mer frikopplad från ägandet. Styrelsen har kunnat, och kan fortfarande, ensam fatta beslut i en rad viktiga frågor som i Sverige varit förbehållet bolagsstämman. I USA har styrelsen vad gäller val av styrelseledamöter visserligen ingen formell beslutsmyndighet, men har ofta i praktiken stort inflytande. SEC:s initiativ till ny reglering avseende valberedningar kan ses som en reaktion mot styrelsens betydande inflytande på nomineringsprocessen. I praktiken har en styrelse som så vill fortfarande stora möjligheter att påverka sitt eget omval samt tillsättningen av styrelseledamöter över huvud taget. Sammanfattningsvis är amerikanska regler om valberedningen en följd av att nomineringsarbetet i börsbolag enligt SEC, inte har motsvarat marknadens önskemål avseende ägarnas insyn och inflytande.

I Sverige har förberedelsearbetet inför styrelseval traditionellt sett handlagts av bolagets ägare. Valberedningen har i huvudsak varit ett instrument för bolagsstämman – eller för större ägare om man så vill. Vanligt har varit att en större ägare tillsammans med styrelseordföranden har skött nomineringsarbetet. Möjligen sker en viss utveckling mot att styrelsens inflytande ökar i takt med att det institutionella ägandet har blivit vanligare och att ägandet överlag har blivit mer splittrat. Svenska myndigheter har inte gjort bedömningen att nomineringsarbetet i aktiebolag har fungerat otillfredsställande utan har vid reglering av nomineringskommittén istället uttryckt en avsikt att kodifiera praxis.

Även regelsystemens utformning, övervakning och de sanktioner som finns inbyggda i systemen, speglar skillnaderna i synsätt i de båda länderna. Svenska normgivare anser att nomineringsförfarandet i princip har fungerat tillfredsställande medan man i USA har velat åstadkomma en förändring. I båda rättsordningarna består regleringen till stor del av självreglering. I USA finns dock även ett visst mått av statlig reglering som spelar en icke obetydlig roll. Där har den statliga myndigheten SEC varit aktiv vid

utformningen av regleringen kring valberedningar och varit den som initierade en skärpning av NYSE och Nasdaqs noteringskrav. Svenska Finansinspektionen lägger sig däremot inte i frågor om bolagsstyrning. Avseende utformningen av valberedningar lämnar den svenska Koden ett stort mått av valfrihet. Comply or explain-modellen som tillämpas i Koden, ger större valfrihet att besluta om vad som är bäst för det specifika bolaget, än ett traditionellt regelsystem. I USA är varken SEC:s eller marknadsplatsernas regler av comply or explain-modell. Svensk reglering har karaktären av vägledning. Förhållandena gör att sanktionssystemen ser olika ut. I Sverige finns, till skillnad från i USA, små möjligheter att sanktionera ett bolag som inte följer bestämmelser om valberedningar. AMN har visat att man ogärna lägger sig i frågor om valberedningen, dels genom att inte ta upp frågan om MAN:s medverkan i Scantias valberedning, dels genom att inte lägga sig i Volvos styrelseordförandes val att år 2006 inte tilldela Cevian en plats i valberedningen. Trots att valberedningen regleras i Koden verkar inställningen vara att den är en intern bolagsangelägenhet.

I samband med att de nya amerikanska reglerna antogs uttryckte SEC en önskan att göra bestämmelserna mer detaljerade. Tidigare reglering ansågs alltför generell för att vara till någon nytta. Utmärkande för amerikansk reglering är att oberoendebegreppet är mycket välutvecklat. Ett annat amerikanskt särdrag är att den statliga regleringen av valberedningar har införts som en del av bestämmelserna om proxies, rösträttsfullmakter, och har som SECs regler i övrigt, karaktären av informationsgivningsregler. Förhållandena hänger samman med att ägarkretsen i amerikanska börsbolag normalt är mycket spridd, både geografiskt och vad gäller antal ägare. Rösträttsfullmakter har därför blivit ett viktigt instrument för inflytande i amerikanska bolag eftersom fullmakterna i mångt och mycket definierar ramarna för vilka beslut som har möjlighet att vinna bifall på bolagsstämman. Bestämmelserna handlar om offentliggörande av information vilket speglar idén bakom det federala börsrättsliga regelsystemet, att investerare är skyddade om information relaterad till värdepapperen är offentligjord i tillräckligt hög utsträckning. En annan skillnad jämfört med Sverige är att det i USA inte finns någon homogen reglering utan den del av regleringen som överlåtits till marknaden ser i vissa avseenden annorlunda ut.

Amerikanska regler om nomineringskommittéer har blivit mer detaljerade, vilket hänger samman med att möjligheten till kontroll och effektiva sanktioner finns i de fall reglerna inte följs. SEC vill också försäkra sig om att det finns någon att ställa till svars för eventuella brott mot regelverket. En styrelse ska uttala om en ledamot är att anse som oberoende eller ej. I de fall uttalandet visar sig vara felaktigt finns ett tydligt beslut att angripa. Skillnaderna mellan svensk och amerikansk reglering beror till viss del på att amerikanska myndigheter har gjort bedömningen att en förändring krävs vad gäller förberedelserna inför styrelseval. Effektiva sanktionsmöjligheter får här större betydelse. Men skillnaderna hänger också samman med att USA har en annan rättslig tradition. Ansvarsfrågor har en viktig plats i amerikansk rätt vilket märks främst inom skadeståndsrätten. Den

uppmärksammade Sarbanes-Oxley Act är ett exempel på att stor tilltro sätts till reglering vad gäller förbättring av ett bolags styrning.

Kritiken av bestämmelserna om valberedningar har i mångt och mycket varit densamma i USA och Sverige. En betydande del av kritiken rör frågor om vem som ska ha inflytande på nomineringsprocessen, antingen genom medlemskap eller genom att förslag beaktas. Eftersom valberedningen ses som ett instrument för (formellt eller informellt) inflytande är det svårt att hitta en helgjuten lösning vad gäller framför allt sammansättning men också reglering i övrigt. Den intressegrupp som utestängs från inflytande kommer alltid kunna protestera. Det kan vara minoritetsägare, styrelse, majoritetsägare eller operativ ledning. En relevant fråga är om det i svenska och amerikanska börsbolag nödvändigtvis måste finnas en valberedning? Med tanke på börsbolagens storlek och spridda ägarkrets blir troligen svaret på frågan att valberedningen av praktiska skäl är önskvärd. I USA till skillnad från i Sverige har man gjort bedömningen att aktieägarnas inflytande på nomineringsprocessen inte är tillräckligt stort i förhållande till vad som är önskvärt.

5.2 Valberedningens syfte

Vilket syfte har valberedningen och framför allt regleringen av valberedningen? För att kunna utvärdera om reglering är effektiv och uppfyller sitt ändamål är det nödvändigt att veta vilket syfte den har. Är den ökade administration regleringen innebär motiverad? Naturligtvis kan man lägga både positiva och negativa aspekter på normgivning men huvudtanken är att uppnå en viss målsättning och målsättningen med en viss reglering har samband med den problemformulering som föregått antagandet av regelverket.

Med den skillnad att amerikansk reglering tillkommit som en reaktion på rådande förhållanden och att svensk reglering haft utgångspunkten att rådande praxis fungerar tillfredsställande, är övergripande syften med valberedningen i mångt och mycket desamma i de båda staterna. Låt vara att tonvikten skiljer sig åt. Ytterst handlar det om förtroende för kapitalmarknaden. Valberedningen är en del av det börsrättsliga regelverket och ska på olika sätt verka förtroendehöjande. Delmål är att det praktiska förberedelsearbetet inför styrelseval ska hanteras så att kompetenta kandidater till styrelseposter tas fram samt att problem som uppkommer till följd av att ägande och kontroll i aktiebolaget är skilt på olika sätt regleras. . I USA har som ovan beskrivits de nya reglerna om valberedningar tillkommit för att öka aktieägarnas insyn i och inflytande på nomineringsprocessen.

Att Kodgruppen inte, till skillnad från SEC, har gjort någon tydlig analys av de problem valberedningen ska komma till rätta med och på vilket sätt gör att man till viss del måste spekulera om valberedningens syfte. I Sverige ska bestämmelserna formalisera valberedningens arbete och bidra till en mer transparent process men det främsta syftet med regleringen har troligen varit att attrahera utländskt kapital. Bland utländska aktieägare skulle det kunna verka suspekt att en uppförandekod inte inkluderar regler om

valberedningen. Att Kodgruppen i huvudsak har velat kodifiera praxis stöder en dylik teori. Det är dessutom tveksamt om de små förbättringar avseende ett mer strukturerat valberedningsarbete och den ökade öppenhet Kodens bestämmelser har lett till i sig motiverar och är skäl till ingripandet. Med ovanstående resonemang skapar regleringen förtroende enbart genom sin blotta existens trots att den i sig inte behöver vara särskilt effektiv. En dylik argumentation är inte helt tilltalande men det finns naturligtvis goda skäl för att den skulle kunna vara korrekt. Inte minst av hänsyn till utländska investerare och den förvirring som rättsliga olikheter kan medföra

Det nya förslag som Kollegiet för bolagsstyrning i februari år 2008 har lagt fram avseende valberedningar innehåller inga större materiella förändringar jämfört med Kodens nuvarande lydelse. Strukturen med bolagsstämman som utgångspunkt har inte ändrats. Comply or explain-modellen har behållits och minoritetsrepresentation har inte införts. Bestämmelserna har däremot förtydligats och förenklats och vissa ”finputsningar” har gjorts. Att inga större förändringar har gjorts bekräftar att syftet med bestämmelserna inte har varit att göra några större ingrepp i hur inflytandet i svenska bolag ser ut och visar att Kodgruppen inte har förändrat sin inställning. Svårigheter att göra valberedningsledamöter ansvariga för eventuella fel begångna i arbetet med nomineringar ses inte som något större problem. Huvudpoängen är inte att stifta regler som ska följas till punkt och pricka utan att utforma en vägledning för vad som är att anse som god sed för bolagsstyrning. Regleringens huvudsyfte synes vara att genom sin blotta existens attrahera utländskt kapital. Detta förhindrar emellertid inte att vissa grundläggande krav som förutsägbarhet och tydlighet kan ställas. T.ex. i viktiga frågor om ansvar och ersättning.

Enligt min mening är den svenska inställningen i grund och botten sund. Det är osäkert i vilken mån bolagsstyrningen i ett bolag förbättras genom ökad eller förändrad reglering. Ett exempel ges i utredningen Näringslivet och förtroendet. I fråga om nomineringsprocessen bedöms ett av de största förtroendeproblemen för svenskt näringsliv vara att sociala informella nätverk spelar en större roll vid rekryteringar än vad kompetens och erfarenhet gör. Utredningen konstaterar också att problemet är svårt att komma till rätta med med hjälp av reglering. Sociala normer är viktigare än rättsliga normer. Resonemanget kan överföras till andra delar av valberedningens arbete och till bolagsstyrning i övrigt. Det finns en gräns för vilka förbättringar avseende bolagsstyrning man kan åstadkomma med hjälp av ökad reglering.

Käll- och litteraturförteckning

OFFENTLIGT TRYCK

Prop. 1997/98:99 *Aktiebolagets organisation*

Prop. 2004/05:85 *Ny aktiebolagslag*

SOU 1995:44 *Aktiebolagets organisation*

SOU 2004:130 *Svensk kod för bolagsstyrning*

Remissvar 2004-09-22, Finansinspektionen om SOU 2004:46 En svensk kod för bolagsstyrning

OFFENTLIGT TRYCK FRÅN EU

Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, Brussels, 4 November 2002

Direktiv 2004/39/EG om marknader för finansiella instrument av den 21 april 2004 ("MiFID")

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden, EUT L 142, 30.4.2004

OFFENTLIGT TRYCK FRÅN USA

Release No. 34-48301 *Proposed Rule: Disclosure Regarding Nominating Committee Functions and Communications between Security Holders and Boards of Directors* (2003-08-08) [citeras Release No. 34-48301]

Release No. 33-8340 *Final Rule: Disclosure Regarding Nominating Committee Functions and Communications between Security Holders and Boards of Directors* (2003-11-19) [citeras Release No. 33-8340]

Staff Report: Review of the Proxy Process Regarding the Nomination and Election of Directors, Division of Corporate Finance, ("Proxy Report") (2003-07-15)

SJÄLVREGLERING

Svensk kod för bolagsstyrning

Handledning till svensk kod för bolagsstyrning

Förslag till reviderad Svensk kod för bolagsstyrning, Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, februari 2008

Björkmo, Malin, *Valberedningsarbete i praktiken*, intervjuundersökning utförd för Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, januari 2008

OMX Nordiska Börs i Stockholms *Noteringsavtal med handledningstext gällande fr o m den 1 juli 2007*, (Redaktionellt anpassade den 3 januari 2008 till lagändringar i samband med implementeringen av MiFiD) [citeras Noteringsavtal]

Noteringskrav för aktier på OMX Nordic Exchange Stockholm, 2006, anpassade till börsens namnändring 2007 [citeras Noteringskrav]

AMERIKANSK SJÄLVREGLERING

Nasdaq Marketplace Rules, Adopted by SEC Release 34-53128 (Jan. 13, 2006)

NYSE Listed Company Manual approved by the SEC on November 4, 2003

LITTERATUR

Bogdan, Michael, *Komparativ rättskunskap*, Norstedts juridik, 2003 [citeras Bogdan]

Burnham, William, *Introduction to the Law and Legal System of the United States*, 2nd ed., West Group Publishing [citeras Burnham]

Dahlman, Christian, Glader, Markus, Reidhav, David, *Rättsekonomi – en introduktion*, Studentlitteratur, Lund 2002 [citeras Dahlman *et al.*]

Dotevall, Rolf Hamilton, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, Norstedts Juridik AB, uppl. 1:4, Göteborg 2005 [citeras Dotevall]

Hamilton, Robert W., *Corporations Including Partnerships and Limited Liability Companies*, 7th ed., Casebook Series (West Group), 2001 [citeras Hamilton 2001]

Hazen, Thomas Lee, *The Law of Securities Regulation*, 5th ed., Hornbook Series (Thomson West), 2005 [citeras Hazen 2005]

Kraakman, Reiner R., Hansmann m.fl. [citeras Kraakman *et al.*]

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, Norstedts Juridik AB, uppl. 2:1, Stockholm 2007 [citeras Sandström]

Sevenius, Robert, *Bolagsstyrning*, Studentlitteratur, Stockholm 2007 [citeras Sevenius]

Stattin, Daniel, *Företagsstyrning – Styrinstrument och ansvarsföljder i ett aktiebolagsrättsligt perspektiv*, Universitetsstryckeriet, Uppsala 2005 [citeras Stattin]

Svernlöv, Carl, *Svensk kod för bolagsstyrning – med kommentarer för praktisk tillämpning*, uppl. 2, Norstedts juridik, 2006 [citeras Svernlöv]

PERIODISKT TRYCK

Andersen, Paul Krüger, *Nordisk selskabslovgivning*, Nordisk Tidskrift for Selskabsret, 1999:1, 1999 [citeras Andersen]

Bostelman, John T., *New NYSE and Nasdaq Governance Rules – the Board of Directors*, 1416 Practising Law Institute/Corp 37, 2004

Branson, Douglas M., *Countertrends in Corporation Law: Model Business Corporation Act Revision, British Company Law Reform, and Principles of Corporate Governance and Structure*, 68 Minnesota Law Review 53, s 62-63, 67-70, 1993

Brown, Robert J. Jr., *Disloyalty Without Limits, "Independent" Directors and the Elimination of the Duty of Loyalty*, Kentucky Law Journal, 2006

Cox, James D., *The ALI, Institutionalization and Disclosure, the Quest for the Outside Directors Spine*, George Washington Law Review, 1993

Dent, George W., *Corporate Governance, Still Broke, No Fix in Sight*, 31 Journal of Corporation Law 39, 2005

Gregory, Holly J., *A Comparison of Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practise: United States*, 1449 PLI/Corp 327, 1449 Practising Law Institute, Corp 327, October, 2004 [citeras Gregory]

Hamilton, Robert W. *Reliance and Liability Standards for Outside Directors*, 24 Wake Forest Law Review 5, 1989 [citeras Hamilton 1989]

Hazen, Thomas Lee, *Roles and Functions of the SEC*, ALI_ABA Course of Study, August 17 – 18, The American Law Insitute, 2006 [citeras Hazen 2006]

Jensen, Michael C., Meckling, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Harward University Press, December 2000, and the Journal of Financial Economics, 1976 [citeras Jensen & Meckling]

Klein, April, *Firm Performance and Board Committee Structure*, Journal of Law and Economics, 1998

Neville, Mette, *Ejerstrukturer og Corporate Governance*, Nordisk Tidskrift för Selskabsret, 2000:1, 2001[citeras Neville]

TIDNINGSARTIKLAR

Björk, Carl, Dagens industri, 2007-11-07

Nachemson Ekwall, Sophie, Dagens Industri, 21-11-2007

OPUBLICERADE KÄLLOR

Urwitz, Joel, *Valberedningsfunktionen - En kritisk granskning av den svenska modellen*, bilaga 1, Examensarbete, Juridiska institutionen, Stockholms universitet, 2007

Qviberg i brev till AMN i samband med att ärendet AMN 2006:31 togs upp. Tidigare tillgänglig via www.e24.se [citeras Qviberg]

INTERNETKÄLLOR

www.scania.com/about/corporate_governance/nomination_committee/svindex.asp (2008-01-31)

www.omxgroup.com/nordicexchange/forbolagochemittenter/surveillance/surveillancestockholm/determinations/?contentId=12281

www.ecgi.org/codes/all_codes.php

www.corp.delaware.gov/aboutagency.shtml

www.sec.gov

FÖRELÄSNING

Dotevall, föreläsning, 2006-10-03

Rättsfallsförteckning

AKTIEMARKNADSNÄMNDEN

AMN 2006:31 *Valberednings sammansättning (Cevian – Volvo)*, 2006-10-06 [citeras AMN 2006:31]

AMERIKANSKA RÄTTSFALL

Dodge v. Ford 170 N.W. 688 (1919)