Juridiska institutionen
Handelshögskolan vid Göteborgs Universitet
Examensarbete på juristprogrammet, HT 2021
30 högskolepoäng

GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

”Hållbar bolagsstyrning” – Nyckeln till ett grönare samhälle?

En teoretisk analys av EU-kommissionens initiativ om hållbar bolagsstyrning

Amelia Rihs

Handledare: Rolf Skog
Examinator:

Innehållsförteckning

ABSTRACT **4**

SAMMANFATTNING **5**

FÖRKORTNINGAR **6**

1. INLEDNING **7**

1.1 DEN STÄNDIGA KAMPEN FÖR EN HÅLLBAR UTVECKLING 7
1.2 SYFTE OCH FRÅGESTÄLLNINGAR 7
1.3 METOD OCH MATERIAL 8
1.4 AVGRÄNSNINGAR 9
1.5 FORSKNINGSLÄGE 9
1.6 DISPOSITION 10

2. NEOKLASSISK EKONOMISK TEORI OCH BOLAGSSTYRNING **11**

2.1 ÄGANDERÄTTSTEORIN 11
2.2 PRINCIPAL/AGENT-TEORIN 12
2.3 AKTIEÄGARMODELLEN 13
2.3.1 Kritik 14
2.4 INTRESSENTMODELLEN 14
2.4.1 Kritik 16

3. EU:S INITIATIV OM HÅLLBAR BOLAGSSTYRNING **17**

3.1 DEN GRÖNA GIVEN 17
3.2 STUDY ON DIRECTORS' DUTIES AND SUSTAINABLE CORPORATE GOVERNANCE 17
3.2.1 Kortsiktighet och effekterna på samhället 17
3.2.2 Problemområden och förslag på lösningar 19
3.3 INCEPTION IMPACT ASSESSMENT – KONSEKVENSBEDÖMNING 21
3.3.1 Problemformulering 21
3.3.2 Rättslig grund och subsidiaritetsprincipen 21
3.3.3 Förslag på åtgärder 22
3.4 FÖRSLAGETS MOTTAGANDE NATIONELLT 22
3.4.1 Sveriges regering 22
3.4.2 Remissinstanser 23
3.5 FÖRSLAGETS MOTTAGANDE INTERNATIONELLT 24
3.5.1 Nordiska universitet 24
3.5.2 University of Hamburg 25
3.5.3 Copenhagen Business School 26
3.5.4 London School of Economics 26
3.5.5 Harvard Law School 27

4. DEN SVENSKA MODELLEN FÖR BOLAGSSTYRNING **28**

4.1 INTRODUKTION TILL REGLERINGEN 28
4.2 AKTIEBOLAGETS HIERARKISKA KONSTRUKTION 28
4.3 SYFTET MED ETT AKTIEBOLAG 30
4.3.1 Vinstsyftets betydelse och funktion 31
4.3.2 Vinstsyftet i praktiken 33
4.3.3 Uppenbarhetsrekvisitet 34
4.4 VERKSAMHETSFÖREMÅLET 35

5. ANALYS OCH SLUTSATSER **36**

5.1 DET AKTIEBOLAGSRÄTTSLIGA VINSTSYFTET OCH HÅLLBARHET 36
5.2 ”HÅLLBAR BOLAGSSTYRNING” – JA ELLER NEJ? 40
5.3 AVSLUTANDE REFLEKTIONER 45
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING 47

Abstract

The idea to this study arose when the European Commission published their initiative on sustainable corporate governance. We are currently experiencing a major turn in community where sustainability is incorporated into all parts and dimensions of society. The big question is what measures are eligible to create a society where companies take responsibility without undermining the benefits of running a limited company.

The aim of this study was to examine if the Swedish corporate governance model is designed to meet the society's requirement on publicly listed companies to act sustainable. The aim was also to create a deeper understanding of what the European Commission's initiative regarding sustainable corporate governance would mean for the corporation's organization.

The method used to fulfill the purpose of the study was divided into two parts. To investigate the possibility for companies to act sustainable within the framework of the Swedish corporate governance model, the legal dogmatic approach was applied. To examine the European Commission's initiative on sustainable corporate governance the method consisted of studying literature from both the economic and the legal field. Furthermore, neoclassical economic theories were used to analyze the measures proposed by the European Commission to create an understanding of the proposal's consequences on the corporation's organization.

The result of this study shows that it is possible for companies to act sustainable within the Swedish corporate governance model as it is designed today. The result also shows that the European Commission's initiative on sustainable corporate governance should not proceed and become legislation since it will harm the limited company and the relation between the corporate bodies.

Sammanfattning

Tanken bakom uppsatsen uppstod när EU-kommissionen publicerade initiativet om hållbar bolagsstyrning. Vi bevittnar just nu en stor förändring där hållbarhet adderas till alla delar och dimensioner av samhället. Den stora frågan är vilka åtgärder som krävs för att skapa ett samhälle där företag tar ansvar utan att underminera fördelarna med att driva en verksamhet i aktiebolagsform.

Syftet med uppsatsen var att utreda om den svenska modellen för bolagsstyrning är anpassad för att möta samhällets krav på börsnoterade aktiebolag att agera hållbart. Syftet var också att skapa en djupare förståelse för vad EU-kommissionens initiativ om hållbar bolagsstyrning innebär för aktiebolagets organisation.

Metoden som användes för att uppfylla syftet var uppdelad i två delar. För att utreda vilken möjlighet ett aktiebolag har att agera hållbart inom ramen för den svenska modellen för bolagsstyrning användes den rättsdogmatiska metoden. För att analysera EU-kommissionens initiativ om hållbar bolagsstyrning bestod metoden i att studera både litteratur från det ekonomiska och juridiska fältet. Vidare användes neoklassiska ekonomiska teorier för att analysera åtgärderna som EU-kommissionen föreslog för att skapa en förståelse för åtgärdernas konsekvenser på aktiebolagets organisation.

Resultatet visar att det finns en stor möjlighet för börsnoterade aktiebolag att agera hållbart inom ramen för den svenska modellen för bolagsstyrning. Resultatet visar också att EU-kommissionens initiativ om hållbar bolagsstyrning inte borde fullföljas då det kommer skada aktiebolaget och maktstrukturen mellan bolagsorganen.

Förkortningar

AB	Aktiebolag.
ABL	Aktiebolagslag (2005:551).
EKMR	Europeiska konventionen om skydd för de mänskliga rättigheterna och de grundläggande friheterna.
EU	Europeiska Unionen.
FN	Förenta Nationerna.
FoU	Forskning och utveckling.
Koden	Svensk kod för bolagsstyrning.
LO	Landsorganisationen i Sverige.
Prop.	Proposition.
SOU	Statens offentliga utredningar.
UK	United Kingdom.
VD	Verkställande direktör.
ÅRL	Årsredovisningslag (1995:1554).

1. Inledning

1.1 Den ständiga kampen för en hållbar utveckling

1987 var året då begreppet hållbar utveckling fick sin numera vedertagna innebörd. I Brundtlandkommissionens rapport, som genomfördes på uppdrag av FN definierades hållbar utveckling som:

> Development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs.[1]

Det är drygt 30 år sedan rapporten publicerades, men idén om en hållbar utveckling kan aldrig påstås ha haft så stor betydelse i samhället som den har idag. Ingen kan ha missat att vi står inför en av de största utmaningarna i mänsklighetens historia. Utrotade arter, ökad fattigdom, smältande glaciärer, skogsbränder och översvämningar är bara en bråkdel av de tragedier som orsakas av den globala uppvärmningen.[2] Att finna lösningen på klimatkrisen ligger högt på agendorna i världens länder, inte minst för EU och dess medlemsstater.

Som ett led i att försöka minska utsläppen har EU antagit en ny tillväxtstrategi, den gröna given, där ett av målen är att EU ska bli världens första klimatneutrala region.[3] För att uppnå målet om klimatneutralitet och även resterande miljömål vill EU lägga ett större ansvar på företagen att agera hållbart. EU-kommissionen har nämligen presenterat en rapport som hävdar att styrelsen i börsnoterade aktiebolag styrs av kortsiktiga intressen, något som motverkar företagens möjligheter att sträva mot långsiktig hållbarhet.[4] Närmare bestämt anser EU-kommissionen att styrelsen ensidigt fokuserar på aktieägarnas intresse av att maximera vinsten i bolaget, vilket sker på bekostnad av andra intressen. Av detta skäl har EU-kommissionen lagt fram ett initiativ med förslag på lagstiftningsåtgärder som ska vidtas inom ramen för bolagsrätten.[5] Initiativet föreslår bland annat att det ska införas en gemensam bolagsstyrningsmodell i medlemsstaterna som innebär att en större intressentkrets ska beaktas när beslut tas i bolaget. Vinstsyftet, som för närvarande utgör det exklusiva beslutskriteriet i ett aktiebolag, kommer därmed att åsidosättas. Initiativet behandlas just nu hos EU-kommissionen och ett slutligt lagförslag ska enligt planerna läggas fram under det fjärde kvartalet 2021.[6]

1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med denna uppsats är att utreda om den svenska modellen för bolagsstyrning är anpassad för att möta de krav på hållbarhet som samhället ställer. Syftet är också att skapa en djupare förståelse kring vad EU-kommissionens initiativ innebär för aktiebolagets organisation för att därmed kunna utvärdera om en harmonisering på EU-nivå är välkommen. Analysen av EU-kommissionens initiativ tar sin utgångspunkt i principal/agent-teorin som är en del av den

[1] FN (1987) s. 41.
[2] Världsnaturfondens hemsida (WWF), *Klimatförändringarnas konsekvenser.*
[3] COM (2019) 640 final, s. 4.
[4] Study on directors' duties and sustainable corporate governance.
[5] Inception impact assessment, *Sustainable corporate governance*.
[6] Europeiska kommissionens officiella webbplats, *Hållbar bolagsstyrning.*

neoklassiska ekonomiska forskningen. Teorin kommer att beskrivas närmare under uppsatsens teoriavsnitt.

För att uppfylla syftet med uppsatsen har följande frågeställningar formulerats:

(i) Vilket utrymme har styrelsen i ett börsnoterat aktiebolag, inom ramen för det aktiebolagsrättsliga vinstsyftet, att ta hänsyn till hållbarhet vid förvaltningen av bolaget?
(ii) Borde EU-kommissionens initiativ om hållbar bolagsstyrning fullföljas i syfte att skapa bättre förutsättningar för styrelsen att inkludera hållbarhetshänsyn vid förvaltningen av bolaget?

1.3 Metod och material

Uppsatsen är indelad i två delar, vilket tydligt illustreras med hjälp av frågeställningarna. Den första frågeställningen besvaras genom att undersöka gällande rätt. Tillvägagångssättet brukar kallas för rättsdogmatisk metod. Det innebär att lagtext, förarbeten, praxis och doktrin studeras för att slutsatser ska kunna dras om hur rättsläget ser ut idag.[7] Då det inte finns någon praxis på området och lagtexten inte ger några tydliga instruktioner, har större delen av uppsatsen fokuserat på uttalanden i förarbeten och doktrin. Mot bakgrund av att även förarbetsuttalanden, kopplat till det aktiebolagsrättsliga vinstsyftet varit fåordiga, har jag inkluderat både propositioner och statens offentliga utredningar till tidigare versioner av aktiebolagslagen. Vid studiet av doktrin har min målsättning varit att inkludera ett stort urval av verk för att få en så heltäckande bild av rättsläget som möjligt.

Den andra frågeställningen besvaras med utgångspunkt i den neoklassiska ekonomiska forskningen. Denna del av uppsatsen berör både ekonomi och juridik på så vis att den använder ekonomiska teorier för att förstå och förklara den aktiebolagsrättsliga regleringen. I denna del har jag därför behövt gå utanför den traditionella rättsdogmatiska metoden. Källorna som har använts utgörs därmed till stor del av ekonomisk litteratur på området. Vid valet av material i denna del har mitt mål varit att använda ursprungskällorna. Det innebär att jag vid studier av teorierna har försökt finna de författare som genom sina verk lagt grunden för teorierna. I de fall jag inte har fått tag på ursprungsverken har jag tagit hjälp av den juridiska doktrinen. Den juridiska doktrinen har även använts för att förstå på vilket sätt teorierna påverkat aktiebolagsrätten. Jag är medveten om att mitt val av litteratur kan påverka det resultat som uppsatsen presenterar, men jag har även i denna del strävat efter att inkludera ett stort urval av litteratur för att få många perspektiv.

Angående valet av teoretisk utgångspunkt är jag medveten om att den neoklassiska ekonomiska forskningen inte är fri från ifrågasättanden. De finns de som anser att den neoklassiska teorin varken bygger på fakta eller är värdeneutral.[8] Jag vill även upplysa om att det finns en hel del teorier inom den neoklassiska ekonomiska forskningen som jag inte har redogjort för i

[7] Sandgren (2021) s. 51–52.
[8] Jfr Sjåfjell (2009), Stout (2012).

uppsatsen. Eftersom den andra frågeställningen besvaras med stöd i principal/agent-teorin är det fullt möjligt att slutsatsen hade blivit en annan om åtgärderna hade analyserats med stöd i en annan teori. Mitt resultat är därför ett sätt att se på EU-kommissionens initiativ och de föreslagna åtgärderna.

1.4 Avgränsningar

Den första avgränsningen som ska uppmärksammas är att uppsatsen endast tar sikte på bolagsstyrning i börsnoterade aktiebolag. Anledningen till det är att EU:s initiativ och bakomliggande studie endast berör den typen av bolag. Med ett börsnoterat aktiebolag avses i denna uppsats ett publikt aktiebolag vars aktier är noterade på en reglerad marknad eller motsvarande handelsplattform.

EU-kommissionens initiativ innefattar en del om riskanalyser kopplade till mänskliga rättigheter i bolagens värdekedjor, något som inte kommer att beröras i denna uppsats. Anledningen till det är att den delen kan utgöra ett uppsatsämne i sig och faller utanför syftet med uppsatsen.

Vidare har uppsatsen endast för avsikt att studera initiativet och dess konsekvenser för den svenska aktiebolagsrättsliga regleringen. Undersökningen ställer därför inte initiativet i relation till aktiebolagsrättslig reglering i övriga medlemsländer.

När de internationella remissvaren till EU:s initiativ presenteras omfattas dessa endast av universitetens bidrag. EU-kommissionen mottog över 100 remissvar och tiden räckte inte till för att gå igenom hela materialet inom ramen för denna uppsats. Universitetens bidrag valdes av den anledningen att de är behandlade och inskickade av professorer och experter inom bolagsrätt.

För tydlighetens skull kan även framhävas att uppsatsen inte undersöker om kortsiktighet i börsnoterade aktiebolag är ett faktum eller ej. Anledningen till det är att det hade krävt en empirisk undersökning av hur styrelsen agerar vid förvaltningen av bolaget. Mot bakgrund av det kommer jag inte föra någon diskussion kring de slutsatser som dras om kortsiktighet i den studie som presenteras av EU-kommissionen.

Slutligen ska belysas att uppsatsen tar sikte på det aktiebolagsrättsliga vinstsyftet och det handlingsutrymme som det lämnar vid förvaltningen av bolaget, vilket även markeras med den första frågeställningen. Uppsatsen kommer därför inte att inkludera undersökningar kring övriga regler i aktiebolagslagen som kan antas begränsa styrelsens handlingsutrymme så som t.ex. gåvo- och låneförbudsreglerna. I de fall reglerna nämns är det endast för att skapa en fullständig överblick av regleringen.

1.5 Forskningsläge

Det har gjorts flera uttalanden i doktrin angående styrelsens handlingsutrymme när de ska ta beslut i bolaget. Uttalandena har framför allt fokuserat på det aktiebolagsrättsliga vinstsyftet.

Här kan särskilt nämnas Bergström och Samuelssons bok *Aktiebolagets grundproblem* där de problematiserar vinstsyftet och landar i slutsatsen att styrelsen ska sträva efter att maximera värdet på bolagets egna kapital.[9] Skog har i artikeln *Om betydelsen av vinstsyftet i aktiebolagslagen* argumenterat för att vinst är och ska fortsätta vara det exklusiva syftet för aktiebolagets verksamhet.[10] Även Åhman drar i sin avhandling *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten* slutsatser kring styrelsens handlingsutrymme genom att undersöka vad som krävs för att en åtgärd ska anses strida mot vinstsyftet.[11] Ohlson har i sin studie *Vikten av vinst* undersökt vinstsyftets betydelse i bolagsstyrningen.[12] Utöver det har Stattin i sin nyutkomna publikation *Aktiebolagets funktion* på ett djupgående sätt studerat aktiebolagets syfte och funktion i samhället. Stattin landar i slutsatsen att det är fullt möjligt att tillgodose krav på hållbarhet inom ramen för gällande rätt.[13] Stattin nämner i sin framställning EU-kommissionens initiativ men det görs ingen närmare redogörelse för innehållet och dess betydelse för den svenska aktiebolagsrätten. Nu nämnda verk och övriga yttranden i doktrin kommer att redogöras för mer detaljerat under arbetets gång.

1.6 Disposition

Uppsatsen består av totalt 5 kapitel och är disponerad enligt följande. Inledningsvis under avsnitt 1 presenteras det syfte och de frågeställningar som uppsatsen ämnar besvara. Därefter, under avsnitt 2, introduceras läsaren till den neoklassiska ekonomiska teorin. Under samma avsnitt behandlas även de modeller som präglar bolagsstyrningsdebatten idag. I avsnitt 3 redogörs på ett utförligt sätt för det initiativ som EU-kommissionen strävar efter att genomföra. Avsnitt 4 går sedan in på den svenska aktiebolagsrättsliga regleringen och förklarar vilka komponenter som tillsammans lägger grunden för den svenska bolagsstyrningsmodellen. I samma avsnitt görs en djupdykning i det aktiebolagsrättsliga vinstsyftet för att belysa vilket utrymme styrelsen har att ta hänsyn till hållbarhet. Avslutningsvis, under avsnitt 5, analyseras den information som presenterats i uppsatsen för att kunna besvara frågeställningarna och landa i en slutsats.

[9] Bergström och Samuelsson (2015) s. 36.
[10] Skog (2015) s. 18.
[11] Åhman (1997) s. 689.
[12] Ohlson (2012) s. 23.
[13] Stattin (2021) s. 440.

2. Neoklassisk ekonomisk teori och bolagsstyrning

Bolagsstyrning kan beskrivas som tankar och idéer kring hur ett bolag ska ägas och styras. Det handlar framför allt om att lösa frågor kopplade till beslutsmakten i börsnoterade aktiebolag.[14] De modeller som idag präglar bolagsstyrningsdebatten härstammar huvudsakligen från den neoklassiska ekonomiska forskningen.[15] För att uppnå syftet med denna uppsats är det därför relevant att studera de nationalekonomiska teorierna och de modeller som vuxit fram där ur.

Detta teoriavsnitt kommer att användas som analysverktyg i diskussionen för att förstå bakgrunden till den aktiebolagsrättsliga regleringen. Teorierna kommer även att få betydelse vid studiet av EU-kommissionens initiativ. Avsnittet inleds med en tillbakablick på den ekonomiska forskningen för att sedan avsluta med en redogörelse för de mer moderna modellerna för bolagsstyrning.

2.1 Äganderättsteorin

Ekonomen Gardiner Means och juristen Adolf A. Berle konstaterade under 1930-talet att ägarstrukturerna i flera aktiebolag började förändras dramatiskt. Ett samhälle fullt av privata aktiebolag med ett fåtal ägare övergick till ett samhälle präglat av storbolag där ägandet var spritt. De förändrande ägarstrukturerna skapade en ordning där ägandet och kontrollen i ett aktiebolag delades upp. Kontrollen, som tidigare legat hos aktieägarna, övergick till bolagets ledning.[16] Berle och Means frågade sig vilka konsekvenser en sådan uppdelning kunde medföra. De kom fram till att den förändrade maktstrukturen öppnade upp för en tänkbar konflikt mellan aktieägarna och bolagets ledning. Det fanns nämligen inte längre några garantier för att bolaget drevs i linje med ägarnas intressen, något som tidigare hade varit en självklarhet när aktieägarna satt på full kontroll.[17]

Iakttagelsen öppnade upp för frågan huruvida lagstiftaren bör vidta åtgärder för att säkerställa att bolagets ledning agerar i enlighet med aktieägarnas intressen.[18] Studien som Berle och Means genomförde mynnade ut i en äganderättsteori som bidragit med kunskap kring ägarstrukturer och maktförhållanden i aktiebolag.[19] Bergström refererar till iakttagelserna som startskottet på den moderna bolagsstyrningsdebatten.[20] Dotevall förklarar att studien öppnat upp för en idé om att effektiva lagbestämmelser bör utformas för att skydda aktieägarna mot maktmissbruk från bolagsledningen.[21] Berle och Means observationer har påverkat hur vi idag ser på bolagsstyrning.[22]

[14] Samuelsson (2005) s. 459.
[15] Stattin (2021) s. 354 och 363.
[16] Berle och Means (1932) s. 4.
[17] Berle och Means (1932) s. 121.
[18] Berle och Means (1932) s. 333.
[19] Stattin (2021) s. 78.
[20] Bergström (2005) s. 466.
[21] Dotevall (1989) s. 53.
[22] Stattin (2021) s. 72 och Dotevall (2015) s. 186.

2.2 Principal/agent-teorin

Av Berle och Means iakttagelser utvecklades senare principal/agent-teorin som går ännu djupare in på relationen mellan uppdragstagare och uppdragsgivare.[23] Principal/agent-teorin bygger på uppfattningen att det finns en överhängande risk för konflikt mellan uppdragsgivaren (principalen) och uppdragstagaren (agenten) i ett kontraktsförhållande. Risken uppstår när en uppdragstagare inte själv behöver ta de fulla konsekvenserna för sitt handlande.[24] Konflikten består i att agenten, i en sådan konstellation, ofta har ett informationsövertag som skapar ett motiv för denne att handla i sitt eget intresse på bekostnad av principalens. För att minimera en sådan risk måste principalen vidta åtgärder i form av övervakning för att motivera agenten att fullt ut handla i principalens intresse. Kostnaden för att fixa sådana arrangemang benämns enligt teorin för agentkostnader och träffar principalen.[25] Teorin utgår från att båda kontraktsparterna är nyttomaximerare vilket innebär att de handlar utefter sina egenintressen och strävar efter att uppnå maximal nytta.[26]

Flera bolagsrättsvetare har valt att applicera den nu nämnda teorin på relationerna i ett aktiebolag.[27] Kraakman identifierar specifikt tre förhållanden inom aktiebolaget som ger upphov till agentkostnader. Närmare bestämt handlar det om relationen mellan aktieägarna och bolagets ledning, majoritetsaktieägarna och minoritetsaktieägarna samt aktieägarna och bolagets borgenärer.[28] Stattin anser att principal/agent-relationer i ett aktiebolag är nödvändiga för att ett företag ska kunna expandera, då alternativet hade varit att aktiebolaget sköttes helt av aktieägarna. Han belyser att principal/agent-problemet framför allt är påtagligt bland de börsnoterade aktiebolagen, eftersom de verksamheterna ofta kännetecknas av att vara omfattande och komplexa.[29]

Dotevall menar att en stor utmaning vid skapandet av aktiebolagsrättslig reglering är att få relationen mellan bolagets ledning och aktieägarna att fungera friktionsfritt. Till följd av att bolagets ledning ofta har ett informationsövertag avseende bolagets verksamhet, finns det en risk att de inte handlar i aktieägarnas intresse.[30] Han konstaterar även att det bör vara upp till lagstiftaren att hantera dessa problem, då det hade resulterat i allt för höga kostnader för aktiebolagen om de skulle lösa det på egen hand.[31]

Samuelsson lyfter fram en rad lösningar på principal/agent-problemet som går att hämta från ekonomisk teori. Koncentrerat ägande, incitamentsprogram, tydliga regler för beslutsfattande samt effektiva sanktionssystem vid överträdelser är några av de åtgärder som anses minska risken för att bolagets ledning agerar för egen vinning.[32]

---

[23] Dotevall (2015) s. 186.
[24] Stattin (2021) s. 87.
[25] Kraakman (2017) s. 29.
[26] Jensen och Meckling (1976) s. 308.
[27] Samuelsson (2015) s. 468. Stattin (2021) s. 86. Dotevall (1989) s. 56. Bergström och Samuelsson (2015) s. 18–19.
[28] Armour, Hansmann, Kraakman (2017) s. 29–30.
[29] Stattin (2021) s. 89.
[30] Dotevall (2015) s. 189.
[31] Dotevall (2015) s. 191.
[32] Samuelsson (2015) s. 468–469.

2.3 Aktieägarmodellen

Aktieägarmodellen har sitt ursprung i den neoklassiska ekonomiska forskningen och intar ståndpunkten att aktieägarnas vinstintresse ska vara styrande för verksamheten.[33] Det som är utmärkande för modellen är framför allt att aktieägarna intar ställningen som bolagets viktigaste intressenter. Aktieägarna är nämligen residualintressenter, vilket innebär att de får betalt för sitt insatta kapital i bolaget efter att alla andra fordringar som bolaget har på sig har blivit täckta. Positionen som residualintressenter motiverar enligt modellen att aktieägarna har sista ordet i bolaget, då de står den största risken att inte få betalt för sina fordringar. Ställningen medför även att aktieägarna, i jämförelse med andra intressenter, har ett större behov av att övervaka att bolaget går med vinst.[34]

Milton Friedman, en känd nationalekonom och förespråkare för aktieägarmodellen, uttryckte sin syn på aktiebolagets syfte i en artikel från 1970-talet. Där förklarade han att aktiebolaget inte har någon skyldighet att ta hänsyn till andra intressen i samhället utan bolagets enda skyldighet är att gå med vinst.[35] Aktieägarmodellen utgår alltså från en vinstmaximeringsprincip som innebär att bolagets ledning alltid ska sträva efter att utföra de handlingar som drar in mest vinst till bolaget. Dotevall beskriver det som en skyldighet för styrelsen att maximera värdet av bolagets egna kapital.[36] I de fall som förluster inte går att undvika ska bolagets ledning i stället försöka minimera skadan så gott det går.[37]

Aktieägarmodellens bakomliggande tanke är att om individen, i detta fall aktieägaren, tillåts att drivas av sitt eget intresse att gå med vinst kommer det i slutändan att gynna även samhället. Anledningen till det är att individen i strävan efter att skapa vinst kommer genomföra effektivitetsförbättringar och vidta liknande åtgärder som får positiv effekt på både organisationen och samhället.[38]

Då aktieägarmodellen förespråkar en ordning där aktieägarnas intresse av vinst står i centrum för beslutsfattandet uppkommer frågan hur modellen ställer sig till andra intressenter som påverkas av bolaget. Tillåter aktieägarmodellen att bolagets ledning tar hänsyn till miljön och de anställda? Aktieägarmodellen kommer i olika former, där den som presenteras av Friedman kan anses ge uttryck för den mer traditionella versionen. Förespråkare av den inriktningen riktar i dessa fall uppmärksamheten mot staten och menar på att det är lagstiftarens ansvar att, genom tvingande lagstiftning, ställa upp så kallade sidorestriktioner för bolagets ledning att beakta.[39] Sidorestriktioner är lagstiftning inom andra juridiska discipliner som påverkar aktiebolagets verksamhet, t.ex. Miljöbalkens regler om miljöfarliga verksamheter. I strävan efter att skapa vinst är bolagets ledning skyldig att ta hänsyn till all sådan lagstiftning vid beslutsfattandet.[40]

[33] Stattin (2021) s. 354. Bergström och Samuelsson (2015) s. 261.
[34] Stattin (2021) s. 358.
[35] Friedman (1970)
[36] Dotevall (2015) s. 199.
[37] Arvidsson (2011) s. 84.
[38] Samuelsson (2015) s. 471.
[39] Samuelsson och Bergström (2015) s. 260.
[40] Arvidsson (2011) s. 77.

Arvidsson beskriver konstruktionen på så vis att sidorestriktionerna begränsar utrymmet för vinstmaximeringsprincipen.[41]

Vid sidan av den traditionella aktieägarmodellen har en mer intressentorienterad aktieägarmodell växt fram.[42] Förespråkare för inriktningen anser att andra intressen går att beakta inom ramen för vinstsyftet. De hävdar nämligen att ett bolag som ignorerar relevanta intressen i samhället kommer att träffas av anseendekostnader som befläckar bolagets varumärke. Sett utifrån det perspektivet kommer därmed hänsynen till miljö och liknande intressen vara en del av den ekonomiska kalkyl som genomförs inför varje beslut som tas i bolaget. De som ställer sig bakom den uppfattningen utgår dock fortfarande från att det är vinst som ska vara det avgörande beslutskriteriet för bolagets ledning.[43]

Utöver nu nämnda aktieägarorienterade modeller finns det en ytterligare version som kallas nyanserad aktieägarteori. Utmärkande för inriktningen är att det på ett tydligt sätt konstateras att bolagets ledning ska ta hänsyn till andra intressen vid beslutfattandet. Vinstsyftet ska dock fortfarande utgöra det överordnade beslutskriteriet.[44] Den brittiska motsvarigheten till aktiebolagslagen är ett exempel på reglering där en sådan modell används. I avsnitt 172 i lagen stadgas att bolagets ledning vid beslut som tas i bolagets intresse ska *beakta* bland annat långsiktiga konsekvenser av beslutet, anställdas intressen och beslutets påverkan på miljön.[45]

2.3.1 Kritik

De som är kritiska till en aktieägarmodell argumenterar för att vinstsyftet som exklusivt beslutskriterium inte i tillräcklig grad tillgodoser de krav på hållbarhet som samhället förutsätter. De anser att företagens påverkan på samhället motiverar att de även tvingas ta ett socialt och moraliskt ansvar för problemen de är med och bidrar till.[46] Samuelsson belyser även att en del kritik handlar om på vilken grund det är rätt att ge aktieägarna en så pass förmånlig position i ett aktiebolag på bekostnad av de anställda och andra intressenter i bolaget.[47] Motståndare till aktieägarmodellen anser att det är ett faktum att aktiebolagets verksamhet påverkar andra intressenter så som kunder, leverantörer och anställda vilket motiverar att de ges utrymme att påverka.[48]

2.4 Intressentmodellen

I likhet med aktieägarmodellen härstammar intressentmodellen från den neoklassiska ekonomiska forskningen.[49] Intressentmodellen existerar i flera former där alla har som gemensamt tema att de förespråkar en för bolaget beslutande makt vars uppgift är att ta tillvara flera olika intressen. Lundahl och Skärvad förklarar att intressentmodellens utgångspunkt är att

[41] Arvidsson (2011) s. 88.
[42] Samuelsson (2005) s. 472.
[43] Bergström och Samuelsson (2015) s. 261.
[44] Skog (2020) *Bolagsstyrning för hållbarhet*, s. 28.
[45] Companies act 2006 section 172.
[46] Bergström och Samuelsson (2015) s. 262.
[47] Samuelsson (2005) s. 471.
[48] Crane och Matten (2004) s. 52.
[49] Stattin (2021) s. 363.

det inte enbart är ägarnas intressen som ska tillgodoses i ett företags verksamhet. De lyfter att intressentmodellen bygger på idén att det är företagsledningen som har till uppgift att tolka vad som ligger i ”företagets bästa intresse” och på så vis åstadkomma intressebalans.[50] Tankarna om en intressentmodell introducerades i Sverige första gången under 1960-talet av företagsekonomen Eric Rhenman.[51] Rhenman ville utmana den ekonomiska teorin om vinstmaximering och bidra med förståelse kring den då rådande debatten om företagsdemokratisering utifrån ett företagsorganisatoriskt perspektiv.[52]

Skillnaderna i de olika varianterna av intressentmodell handlar framför allt om vilka grupper som ska anses erhålla status som ”intressenter” med legitima anspråk på bolaget.[53] De relevanta intressenter som ett bolag måste ta hänsyn till, menar Rhenman, utgörs av de anställda, ägarna, kunderna, leverantörerna, långivarna, företagsledningen och även samhället där stat och kommun är inkluderade. Han förklarar att det föreligger ett beroendeförhållande mellan bolaget och dessa intressenter på så vis att de måste ta hänsyn till varandras krav för att nå sina separata mål.[54] Han illustrerar beroendeförhållandet genom att förklara att intressenterna är frivilliga medlemmar i organisationen vilket innebär att en anställd kan lämna bolaget om dennes krav på lön inte tillgodoses. På samma vis kan kunder välja ett annat bolag att samarbeta med om priserna är orimliga.[55] En förutsättning för att bolaget ska överleva är därmed, enligt Rhenman, att företagsledningen lyckas balansera intressena.[56]

När det talas om intressentmodellen är det även av intresse att nämna Edward Freeman som blev uppmärksammad för boken *Strategic Management: A Stakeholder Approach*.[57] Freeman kommenterar Rhenmans definition av “intressenter” och menar att den riskerar att utesluta vissa viktiga grupper från diskussionen. Anledningen till det är att den endast uppmärksammar de relationer som bygger på ömsesidighet och sådana intressenter som bolaget inte är beroende av faller därför utanför.[58] Freemans definition av viktiga intressenter lyder:

> Any group or individual who can affect, or is affected by, the achievement of a corporation’s purpose. Stakeholders include employees, customers, suppliers, stockholders, banks, environmentalists, government and other groups who can help or hurt the corporation.[59]

Freemans synsätt lutar mot den mer radikala formen av intressentmodell.[60]

[50] Lundahl och Skärvad (1982) s. 18.
[51] Dotevall (1989) s. 59.
[52] Rhenman (1967) s. 26.
[53] Stattin (2021) s. 364.
[54] Rhenman (1967) s. 36.
[55] Rhenman (1967) s. 37.
[56] Rhenman (1967) s. 38.
[57] Freeman (2010).
[58] Freeman (2010) s. 41.
[59] Freeman (2010) s. vi (förord).
[60] Stattin (2021) s. 364.

2.4.1 Kritik

Efter att intressentmodellen introducerades i Sverige har den utsatts för kritik från flera håll. En stor del av kritiken handlar om att modellen inte ger några tydliga svar på *vilka* intressen som ska beaktas samt *hur* bolagets ledning ska gå till väga när intressena är motstridiga.[61] Bergström och Samuelsson belyser risken för att företagsledningens egen moraliska uppfattning kommer påverka vilka intressen de väljer att ta hänsyn till. Det blir nämligen resultatet i ett samhälle som kännetecknas av att vara värdepluralistiskt.[62] Sandström uppmärksammar det faktum att styrelsen i ett aktiebolag inte är en politisk församling där allas åsikter ska beaktas.[63] Han menar att modellen försvagar den fördelaktiga företagsegoismen och skapar svårigheter för den som tillämpar rätten. Marknadskapitalismen, vars enda fokus är värdetillväxt, är det system som bidragit till den välfärd som samhället uppvisar idag, argumenterar Sandström.[64] Han lyfter även mediernas betydelse och förklarar att dagens möjligheter att inhämta information skapar tillräckliga incitament för företag att ta hänsyn till samhället i stort.[65]

Resultatet av intressentmodellen är enligt kritikerna en ordning där företagsledningen ges oacceptabla maktbefogenheter. Om de tillåts väga flera intressen mot varandra, i stället för att enbart sträva efter vinstmaximering, kommer aktieägarna inte kunna kontrollera och utvärdera besluten som tas.[66] Stattin utvecklar resonemanget genom att förklara att styrelsen kommer att kunna motivera i princip alla beslut genom att hänvisa till ett specifikt intresse.[67] Det resulterar i att bolagets ledning inte kommer att kunna hållas ansvarig för de beslut som tas.[68] Enligt Arvidsson innebär bristen på ett väldefinierat mål ett stort risktagande för aktieägarna.[69]

Kraakman erkänner att även andra intressenter än aktieägarna förtjänar rättsligt skydd men han ställer sig frågande till om det skyddet bör konstrueras inom ramen för bolagsrätten. Han öppnar upp för att skyddet i stället kan tillgodoses genom annan lagstiftning t.ex. på miljöområdet med reservation för att det eventuellt inte blir lika effektivt.[70] Även Skog och Arvidsson uttrycker en övertygelse om att sidorestriktioner är det bästa sättet att hantera problemen på.[71]

[61] Stattin (2021) s. 47.
[62] Bergström och Samuelsson (2015) s. 268–269.
[63] Sandström (2020) s. 251.
[64] Sandström (2020) s. 272.
[65] Sandström (2020) s. 277.
[66] Bergström och Samuelsson (2015) s. 268–269.
[67] Stattin (2021) s. 140.
[68] Skog (2015) s. 18.
[69] Arvidsson (2011) s. 82.
[70] Kraakman (2017) s. 93.
[71] Arvidsson (2011) s. 79. Skog (2015) s. 18.

3. EU:s initiativ om hållbar bolagsstyrning

I följande avsnitt kommer jag presentera EU-kommissionens initiativ till ny lagstiftning på bolagsrättens område samt förklara bakgrunden till förslaget. Avsnittet inleds med en introduktion till EU:s gröna giv och en beskrivning av den studie som lagt grunden för initiativet. Därefter presenteras initiativets innehåll för att sedan avsluta med en redogörelse för vilket mottagande förslaget fått, såväl nationellt som internationellt.

3.1 Den gröna given

Den 11 december 2019 antogs en ny tillväxtstrategi inom EU som svar på den pågående klimat- och miljökrisen. Tillväxtstrategin går under namnet EU:s gröna giv och har som syfte att ställa om EU till en klimatneutral union där hållbar utveckling är ledstjärnan. Den gröna given är en del i EU:s plan för att uppnå de globala hållbarhetsmål, Agenda 2030, som antagits av världens ledare inom ramen för FN-samarbetet. För att beskriva den gröna given närmare kan sägas att det är en heltäckande strategi som ska genomsyra alla beslut som tas inom ramen för unionssamarbetet.[72]

De nyckelåtgärder som ingår i färdplanen mot en hållbar utveckling är kategoriserade utifrån olika delområden. Närmare bestämt handlar det om att vidta åtgärder för klimatet, skapa en ren och trygg energiförsörjning, främja den cirkulära ekonomin, skydda den biologiska mångfalden, integrera hållbarhet i EU-politiken och mycket mer.[73] Redan i presentationen av strategin uttryckte EU-kommissionen att de hade för avsikt att införliva fler hållbarhetsaspekter i bolagsstyrningen. De motiverade uttalandet med att företag i många fall väljer kortsiktiga finansiella resultat på bekostnad av mer långsiktig hållbarhet.[74]

3.2 Study on directors' duties and sustainable corporate governance

Som ett led i att bekämpa kortsiktighet och gå mot en mer hållbar bolagsstyrning gav EU-kommissionen i uppdrag åt Generaldirektoratet för rättsliga frågor och konsumentfrågor[75] att genomföra en studie. Syftet med studien var att undersöka de bakomliggande orsakerna till att bolagsstyrningen i aktiebolag utmynnar i ett ensidigt fokus på kortsiktiga finansiella resultat. Målet med studien var även att presentera möjliga lösningar på problemen och därigenom föreslå ny lagstiftning.[76] Studien har lagt grunden till initiativet om hållbar bolagsstyrning som EU-kommissionen lagt fram och presenteras därför i detalj nedan.

3.2.1 Kortsiktighet och effekterna på samhället

För att styrka tesen om att styrelsen i börsnoterade aktiebolag främst fokuserar på kortsiktig maximering av vinst till aktieägare genomfördes en analys av finansiella data från åren 1992–2018. Undersökningen omfattade drygt 4700 börsnoterade aktiebolag i totalt 16

[72] COM (2019) 640 final s. 2.
[73] COM (2019) 640 final (se bilagan).
[74] COM (2019) 640 final s. 17.
[75] En avdelning inom EU-kommissionen som ansvarar för rättsliga frågor, konsumentfrågor och jämställdhet.
[76] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. vi.

medlemsländer. Kortsiktigheten studerades genom att granska vart nettovinsten i bolagen tar vägen och hur trenden har utvecklats över tid. Enligt den litteratur som studerats inom ramen för studien indikerar en ökad mängd utdelningar och aktieåterköp[77] på att bolaget drivs av kortsiktiga intressen.[78] I resultatet konstateras att antalet utdelningar och aktieåterköp har ökat genom att gå från att utgöra mindre än 1% av bolagets nettovinst till att numera motsvara runt 4% av nettovinsten. Därefter fastställs att den del av nettovinsten som återinvesteras i bolaget för att finansiera infrastruktur, utbildningar, FoU och hållbarhetsarbete har minskat.[79] Kortsiktighet i börsnoterade aktiebolag är enligt studien därmed ett faktum.[80]

Framställningen fortsätter med att belysa vilka konsekvenser sådan kortsiktighet får på samhället. Inledningsvis konstateras att styrelsen i ett aktiebolag blir mindre benägen att föreslå organisatoriska förändringar som krävs för att göra verksamheten mer miljövänlig och därmed minska bolagets klimatavtryck.[81] Anledningen till det anses vara att sådana ändringar kräver betydande investeringar, som i många fall inte ger avkastning förens längre fram i tiden. En av konsekvenserna av kortsiktighet är därmed att sådana investeringar inte genomförs vilket motarbetar möjligheten att uppnå de globala hållbarhetsmålen.[82]

Konsekvensanalysen fortsätter och lyfter fram att kortsiktighet bidrar till social ojämlikhet i samhället. I denna del baseras uttalandena på litteratur som fokuserar på den amerikanska marknaden där aktieägandet är koncentrerat till de rikaste hushållen. I studien anförs att ett ökat antal utdelningar innebär att den rikaste delen av samhället blir rikare och att samhällsklyftorna blir större.[83] En annan bidragande faktor till ökad ojämlikheten uppges vara de belöningssystem, till ledande befattningshavare i bolaget, som kopplas till aktierelaterade värden. Sådana system främjar nämligen enbart kortsiktiga intressen hos aktieägarna och ledningen på bekostnad av de anställda i bolaget. I denna del av studien hänvisas till en rapport som visat att ersättningen till en verkställande direktör ökat med 940 procent sen 1978, vilket ställs i relation till den typiska arbetstagarersättningen som under samma period ökat med endast 12 procent.[84]

I studien konstateras att kortsiktighet även får ekonomiska konsekvenser för ett bolag, vilket i slutändan underminerar makroekonomin. Ett bolag riskerar nämligen att bli mindre effektivt och innovativt utifrån ett långsiktigt perspektiv till följd av ett för stort fokus på att prestera kvartalsvis. Det framhålls även att det finns många affärsrisker kopplade till avsaknaden av hållbarhetstänk i ett bolag. Kortsiktighet hindrar ett bolag från att bygga upp den motståndskraft som krävs för att kunna hantera svåra tider. I studien poängteras att de bolag som investerat

[77] Aktieåterköp innebär att bolaget köper tillbaka sina egna aktier från investerare på aktiemarknaden. Aktieåterköp kan ses som ett alternativ till utdelning.
[78] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. 10.
[79] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s.12 och 17-18.
[80] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. 22.
[81] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. 22.
[82] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. 22-26.
[83] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. 26.
[84] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. 27.

minst kapital i hållbarhetsfrågor och i stället fokuserat på kortsiktig vinstmaximering har varit mindre motståndskraftiga under covid-19-krisen.[85]

I den avslutande delen av konsekvensanalysen fastslås att FN:s globala hållbarhetsmål aldrig kommer att uppnås i tid om inte bolagen öppnar upp för mer hållbarhetstänk.[86]

3.2.2 Problemområden och förslag på lösningar

I studien riktas uppmärksamheten mot sju problemområden inom bolagsstyrningen som påstås vara skälen till att kortsiktighet främjas.[87] Efter varje redovisat problemområde presenteras lösningar som antingen kan genomföras med hjälp av lagstiftning (hard law) eller i form av rekommendationer och kampanjer (soft law).

Det första problemområdet som illustreras i studien är kopplat till ”styrelsens ansvar” och ”bolagets intresse”. Inledningsvis konstateras att styrelsens viktigaste uppgift är att tillvarata bolagets intresse, något som är accepterat i alla EU:s medlemsländer. Vad som inte är tydligt är dock vad som menas med uttrycket ”bolagets intresse” och det framhålls att det till följd därav skapas ett stort tolkningsutrymme för styrelsen. I studien hävdas att tolkningsutrymmet utnyttjas till förmån för aktieägarnas intressen och har därmed en tendens att främja kortsiktig vinstmaximering. I samband med det uppmärksammas även att identifiering och hantering av hållbarhetsrisker i ett bolag väldigt sällan är en del av vad som ingår i styrelsens omsorgsplikt enligt medlemsländernas definitioner.[88] Det framhålls att sådana riskanalyser och rapportering kring hållbarhet, när de väl genomförs, i stället är ett resultat av direktivet om icke-finansiell rapportering[89] som implementerats i medlemsländerna. På grund av att direktivet endast omfattar de största bolagen är det många publika aktiebolag som undgår kravet på hållbarhetstänk, något som inte hade varit fallet om skyldigheten i stället knöts till styrelsens omsorgsplikt.[90]

Som en lösning på problemen föreslås att det införs en EU-gemensam definition av ”bolagets intresse” och ”styrelsens ansvar” i medlemsländerna. Förslaget innebär att styrelsen, när de agerar i ”bolagets intresse”, kommer bli skyldig att balansera aktieägarnas intressen med andra intressen. Dessa intressentgrupper ska utgöras av representanter för de anställda, kunder, bolaget sett utifrån ett långsiktigt perspektiv, den lokala och globala miljön samt samhället i stort. Styrelsen ska även bli skyldig att identifiera och hantera hållbarhetsrisker kopplade till den affärsverksamhet som bedrivs inom ramen för bolaget.[91]

Det andra identifierade problemområdet handlar om press från investerare med kortsiktiga intressen. Det hävdas nämligen att styrelsen känner en press från institutionella investerare att

[85] Study on directors’ duties and sustainable corporate governance, s. 30.
[86] Study on directors’ duties and sustainable corporate governance, s. 30.
[87] Study on directors’ duties and sustainable corporate governance, s. 31.
[88] Study on directors’ duties and sustainable corporate governance, s. 32.
[89] Europaparlamentets och Rådets direktiv 2014/95/EU.
[90] Study on directors’ duties and sustainable corporate governance, s. 33.
[91] Study on directors’ duties and sustainable corporate governance, s. 61-78.

prestera inför varje kvartalsrapport, något som skapar ett fokus på kortsiktighet.[92] Det är framför allt offentliggörandet av kvartalsrapporter och intjäningsvägledningar som skapar press. Som en lösning på problemet föreslås att det görs ändringar i direktivet om aktieägarrättigheter[93] i form av nya mekanismer för att stimulera till långsiktighet i aktieägandet. Ett av förslagen är även att genom ändringar i Transparentdirektivet[94] förbjuda kvartalsrapportering och intjäningsvägledning för börsnoterade aktiebolag.[95]

Det tredje problemområdet som uppmärksammas i studien är kopplat till hållbarhetsstrategier och hållbarhetsmål. Till att börja med framhävs att långsiktigt värdeskapande i ett bolag gynnas av att det finns relevanta hållbarhetsstrategier och mätbara mål att sträva mot. Det konstateras dock att de flesta medlemsländerna inte kräver att en sådan strategi finns utan allt bygger på frivillighet. I litteraturen som undersökts i studien har det framkommit att bolag som implementerar en sådan frivillig strategi inte baserar målen på vetenskap och risken för grönmålning[96] är stor då målen i många fall inte är mätbara. Det hävdas även att det är svårt att följa upp och jämföra målen med tidigare år och andra bolag.[97] Lösningen på problemet föreslås vara att, genom ett nytt direktiv, göra det obligatoriskt för styrelsen att integrera hållbarhetshänsyn i bolagets affärsstrategi samt att sätta upp mätbara mål baserat på vetenskap. Målen ska dessutom ta avstamp i FN:s globala hållbarhetsmål.[98]

Det fjärde identifierade problemområdet som främjar kortsiktighet är länkat till styrelsearvoden. I studien lyfts fram att aktiebaserade ersättningar till ledningen motverkar långsiktighet och driver ledningen till att ge fördelar åt sig själva och resten av aktieägarna. Det föreslås att en lösning kan vara att, genom ändring i aktieägarrättighetsdirektivet[99], begränsa möjligheten för ledningen att sälja aktier som de mottar i betalning för arbetet. Dessutom ska det bli tvingande vid bestämmandet av arvoden att inkludera hur väl bolaget presterat kring hållbarhet.[100]

Det femte problemet som identifierats i studien handlar om styrelsens sammansättning. Det hävdas att styrelsen i börsnoterade aktiebolag i många fall saknar den kompetens som krävs för att kunna styra bolaget i hållbar riktning.[101] En lösning på det är att, genom ett helt nytt direktiv, sätta upp regler för hur styrelsen väljs och därmed kräva att nomineringsprocessen tar hänsyn till hållbarhetsaspekter.[102]

Det sjätte problemområdet handlar om bristen på involveringen av andra intressenter i bolagsstyrningen. Det konstateras att de nuvarande rättsliga ramverken kring styrelsens

[92] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. 34.
[93] Europaparlamentets och Rådets direktiv 2017/828.
[94] Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/109/EG.
[95] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. 79-93.
[96] När ett företag försöker skapa en bild av att de vidtar åtgärder för miljön och därigenom förskönar sanningen.
[97] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. 34.
[98] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. 93-104.
[99] Europaparlamentets och Rådets direktiv 2017/828.
[100] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. 118-123.
[101] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. 36.
[102] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. 123-134.

beslutsfattande inte är tillräckligt tydliga vilket resulterar i att aktieägarnas intressen prioriteras framför andra intressenters intressen. Studien föreslår därför att det införs tvingande regler som kräver att styrelsen interagerar med dessa intressenter som en del i affärsstrategin mot en hållbar utveckling.[103]

Det sjunde och sista problemområdet som presenteras i studien handlar om möjligheten att initiera en rättsprocess mot styrelsen när de brister i sina skyldigheter att ta tillvara bolagets intresse. De förklarar att rätten till en sådan process enbart tillfaller styrelsemedlemmar och aktieägarna på bolagsstämman. Problemet med ett sådant system är att det kan uppstå en intressekonflikt när styrelsen ska initiera en process mot någon i sin egen grupp. Det är även ett problem att den aktieägare som väl väljer att driva en process riskerar stora kostnader samtidigt som en vinst gynnar alla aktieägare i bolaget. Dessa problem anses, enligt litteraturen, vara orsaken till att få processer gentemot styrelsen inleds. Vidare konstateras att andra intressenter, som har ett intresse av bolagets långsiktiga hållbarhet, saknar rättigheter att hålla styrelsen ansvarig.[104] Det föreslås därför att det skapas möjligheter för andra intressenter som har intressen i bolaget att stämma styrelsen i domstol när de brister i sina skyldigheter.[105]

3.3 Inception impact assessment – Konsekvensbedömning

Vanligtvis när EU-kommissionen ska föreslå ny lagstiftning börjar de med att lägga fram en färdplan där de beskriver vilka problem som ska tacklas med initiativet. Om det förväntas att ett initiativ kommer att få stora konsekvenser på ekonomin, miljön eller samhället ska i stället en konsekvensbedömning läggas fram. En konsekvensbedömning är en mer djupgående analys av vilka effekter initiativet kan få samt huruvida lagstiftningsåtgärder bör vidtas på unions- eller medlemsnivå.[106] EU-kommissionen har valt att genomföra en konsekvensbedömning inför initiativet om hållbar bolagsstyrning.

3.3.1 Problemformulering

EU-kommissionen anser att problemen som redogjorts för i studien är konsekvenser av bristfällig reglering både på marknads- och lagstiftningsnivå. De anser att nuvarande aktiebolagsrättsliga lagstiftning och tillhörande bolagskoder inte öppnar upp några möjligheter för styrelsen i börsnoterade aktiebolag att ta hänsyn till andra intressenter än aktieägarna.[107]

3.3.2 Rättslig grund och subsidiaritetsprincipen

När ett nytt lagstiftningsärende ska hanteras inom ramen för EU-samarbetet måste ett antal principer iakttas. Till att börja med ska principen om tilldelad befogenhet uppmärksammas som innebär att EU bara får lagstifta inom områden som den har blivit tilldelad i fördragen.[108] För

[103] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. 134-148.
[104] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. 38.
[105] Study on directors' duties and sustainable corporate governance, s. 147-157.
[106] Europeiska kommissionens officiella webbplats: *Konsekvensbedömningar.*
[107] Inception impact assessment, *Sustainable corporate governance,* s.1.
[108] Art 5.2 Fördraget om Europeiska unionen.

att säkerställa efterlevnaden av denna princip ska en rättslig grund anges i varje lagstiftningsärende som initieras på EU-nivå. När det gäller initiativet om hållbar bolagsstyrning har EU-kommissionen motiverat åtgärderna med hänvisning till deras skyldighet att förverkliga etableringsfriheten samt den inre marknadens funktion.[109]

När EU föreslår lagstiftning som faller inom den delade kompetensen måste de även se till att subsidiaritetsprincipen är uppfylld. Subsidiaritetsprincipen innebär att EU alltid måste göra en bedömning av om det är nödvändigt att åtgärder vidtas på unionsnivå.[110] I konsekvensbedömningen förklarar EU-kommissionen att nationella åtgärder kopplade till hållbarhetsfrågor inte kommer att vara tillräckliga då problemen är av global karaktär. EU-kommissionen anser därför att åtgärder ska vidtas på unionsnivå.[111]

3.3.3 Förslag på åtgärder

Det övergripande målet med initiativet är att skapa bättre förutsättningar för styrelsen, i börsnoterade aktiebolag, att inkludera hållbarhetshänsyn vid förvaltningen av bolaget. EU-kommissionen vill därför införa ett krav på styrelsen, som en del av omsorgsplikten, att ta hänsyn till alla de intressenter som är relevanta för bolagets långsiktiga utveckling när de tar beslut i bolaget. EU-kommissionen förklarar att intressenterna kan utgöras av anställda, representanter för miljön och andra grupper som påverkas av bolaget.[112]

EU-kommissionen föreslår att det införs en skyldighet för styrelsen att, vid framtagandet av bolagets affärsstrategi, identifiera hållbarhetsrisker samt anknyta dessa till mätbara mål för bolaget. Målen ska precis som föreslogs i studien kopplas till vetenskap och FN:s globala hållbarhetsmål. Skyldigheten för styrelsen att beakta andra intressenters intressen ska även kopplas till en rättighet för dessa aktörer att driva rättsliga processer vid överträdelser. Slutligen öppnar EU-kommissionen även upp för andra bolagsstyrningsarrangemang så som reglering avseende styrelsearvoden och liknande lösningar som presenterats i studien.[113]

3.4 Förslagets mottagande nationellt

I samband med att EU-kommissionen publicerat initiativet startades en feedbackperiod där alla som hade synpunkter kunde inkomma med remissvar. Därefter genomfördes ett offentligt samråd i syfte att inhämta ytterligare synpunkter från olika intressentgrupper. I denna del kommer jag därför börja med att redogöra för vilken respons förslaget har fått på nationell nivå.

3.4.1 Sveriges regering

Den svenska regeringen poängterar att de i likhet med EU-kommissionen anser att företagen måste involveras i arbetet mot en hållbar utveckling. Däremot ställer de sig tveksamma till huruvida initiativet är rätt väg att gå. Regeringen noterar att det inkommit en mängd kritik kring

[109] Art 50.1 och Art 114 Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt.
[110] Art 5.3 Fördraget om Europeiska unionen.
[111] Inception impact assessment, *Sustainable corporate governance,* s.2.
[112] Inception impact assessment, *Sustainable corporate governance,* s. 3-4.
[113] Inception impact assessment, *Sustainable corporate governance,* s. 3-4.

studiens vetenskaplighet. De efterfrågor därför en genomgående analys av för- och nackdelar med initiativet innan åtgärder vidtas. Regeringen lyfter fram att modellerna för bolagsstyrning skiljer sig åt bland medlemsländerna, något som tidigare respekterats av EU.[114]

Avseende delen om att införa ett krav på styrelsen att balansera aktieägarintressen med andra intressen anför regeringen att det kan skada bolagets möjlighet att attrahera riskkapital. De understryker att tillgången till kapital är en förutsättning för att europeiska bolag ska kunna fortsätta sina verksamheter, speciellt under återhämtningen från covid-19-krisen.[115]

3.4.2 Remissinstanser

StyrelseAkademien uttrycker i sitt remissvar en stor oro över förslagets och studiens vetenskapliga grund och menar att båda dokumenten är partiskt utformade. Det saknas tillräcklig information om hur material inhämtats och om vilka parter som medverkat i de undersökningar som genomförts. Som ett exempel lyfter StyrelseAkademien fram webbenkäten som utformades på ett sådant sätt att ett förutbestämt resultat uppnåddes. Avseende det materiella innehållet lyfter de fram att synen på ”bolagets intresse” som ett självständigt intresse, separerat från aktieägarnas, är väldigt problematisk. Att ett aktiebolag skulle vara en levande organism med egna åsikter och preferenser är enligt StyrelseAkademien inte möjligt. Avslutningsvis förklarar de att ett system där styrelsen måste ta hänsyn till andra intressen, utöver aktieägarnas, skapar en konstellation där styrelsen aldrig kan göras ansvarig för besluten som tas.[116]

Svenskt Näringsliv kritiserar studien för att den till stor del är baserad på hur ägarstrukturerna ser ut i UK och motsvarar inte verkligheten i EU:s medlemsländer. De tar upp Stockholmsbörsen som ett exempel på en marknad där institutionella investerare utgör runt 90% av aktieägarna. Sådana investerare är kända för att engagera sig långsiktigt i bolag och när utdelningar genomförs återinvesteras kapitalet ofta i andra börsnoterade bolag. De markerar hur viktigt det är med en fungerande kapitalmarknad och markerar att europeiska börser riskerar att hamna efter i jämförelse med marknader i Kina och USA.[117]

LO ställer sig positiva till EU-kommissionens initiativ och uppmuntrar införandet av hållbarhetstänk i bolagsstyrningen. De framhäver vikten av att inkludera fler intressenter i beslutsfattandet för att skapa långsiktig hållbarhet och lyfter framför allt bolagets egna anställda som en viktig intressentgrupp.[118]

---

[114] Government offices of Sweden, *The Swedish Government's response to the public consultation on the proposal for an initiative on Sustainable Corporate Governance,* 2021*,* s. 4.
[115] Government offices of Sweden, *The Swedish Government's response to the public consultation on the proposal for an initiative on Sustainable Corporate Governance,* 2021, s. 5.
[116] StyrelseAkademien, *Re. The European Commission Report Study on directors' duties and sustainable corporate governance, and the Inception Impact Assessment, based on this report,* Stockholm, 2020
[117] Svenskt näringsliv, *European Commission's Roadmap on sustainable corporate governance – Comments by the Confederation of Swedish enterprise,* Stockholm 2020.
[118] Landsorganisation i Sverige (LO), *Response to the European Commission's roadmap on sustainable corporate governance,* Stockholm, 2020.

Fem av de största investmentbolagen i Sverige skickade in ett gemensamt remissvar till EU-kommissionen som representanter för aktieägare som investerar långsiktigt. De håller med om att långsiktigt aktieägande går hand i hand med hållbarhet men de motsätter sig starkt EU-kommissionens förslag om att ändra reglerna som rör bolagsstyrningen. Investmentbolagen betonar hur viktigt det är att ha en marknad där det finns tillgång till effektivt riskkapital och förklarar att den nordiska bolagsstyrningsmodellen bidrar till den funktionen. De markerar att en förutsättning för långsiktigt värdeskapande i börsnoterade aktiebolag är att de drivs utifrån ett hållbarhetsperspektiv vilket de flesta ägarna är medvetna om. De avslutar med att upplysa om att problem relaterade till kortsiktigt ägande inte bör lösas inom ramen för bolagsrätt eller bolagsstyrning utan med hjälp av annan lagstiftning.[119]

Slutligen har även Electrolux AB samt EY valt att uttala sig om initiativet. I likhet med tidigare uppfattningar ställer de sig negativa till förslaget då de anser att bolagsstyrningen i Sverige redan fungerar effektivt.[120] Electrolux AB trycker på vikten av att styrelsens främsta syfte måste vara att dra in vinst till bolagets aktieägare för att det ska bli tydligt när de brister i sina skyldigheter. De belyser att dagens företagsklimat influeras av samhället och strävan efter hållbara lösningar vilket driver företag till att fokusera på sådana värden i verksamheten frivilligt.[121]

3.5 Förslagets mottagande internationellt

För att få en ännu större inblick i responsen som initiativet mottagit kommer jag i denna del att redogöra för några internationella bidrag. Jag väljer att titta på universitetens bidrag eftersom författarna av dokumenten är specialiserade inom bolagsrätt och bolagsstyrning.

3.5.1 Nordiska universitet

En grupp av bolagsrättsvetare från olika universitet i Norden skickade in en gemensam respons på EU:s initiativ. Inledningsvis lyfter de fram att litteraturen som studerats inom ramen för undersökningen enbart representerar en liten del av de åsikter som finns på området.[122] De går vidare och förklarar att uppfattningen om att nuvarande lagstiftning inte ger utrymme för styrelsen att beakta långsiktiga intressen inte är korrekt i fråga om de nordiska ländernas regleringar. De menar att ”styrelsens ansvar” utan tvekan omfattar en skyldighet att beakta långsiktiga konsekvenser av beslut, något som lagstiftningen tydligt ger uttryck för. Deras gemensamma uppfattning är att detta faktum även gäller i andra medlemsländer.[123]

[119] Investor AB, AB Industrivärlden, Kinnevik AB, Nordstjernan AB, L E Lundbergföretagen AB, *EU Corporate governance roadmap: Detailed regulation of corporate governance risks undermining sustainable ownership,* Stockholm, 2020.
[120] Ernst & Young AB, *Response to the European Commission's roadmap on sustainable corporate governance,* Stockholm, 2020.
[121] Electrolux AB, *Roadmap on Sustainable corporate governance – some comments,* 2020.
[122] Andersen, Berpórsson, Bråthen, *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars,* 2020 s. 4.
[123] Andersen, Berpórsson, Bråthen*, Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars,* 2020 s. 7.

Påståendet om att vinstmaximering skapar kortsiktighet, menar författarna, är felaktigt då många aktieägare, framför allt de institutionella investerarna, föredrar långsiktig avkastning framför kortsiktiga utdelningar.[124] De framhäver att den högsta beslutanderätten ligger hos aktieägarna eftersom de anses ha ett långsiktigt intresse av bolagets verksamhet.[125] Angående förslaget om att införa en modell där fler intressenter beaktas inom ramen för beslutsfattandet i bolaget ifrågasätter författarna hur gruppen ska identifieras och belyser risken för att ovälkomna aktörer, som inte vill främja bolaget, tillåts lägga sig i.[126] De avslutar med att ifrågasätta huruvida EU har mandat, med hänvisning till subsidiaritetsprincipen, att ingripa i medlemsländernas redan väl etablerade bolagsstyrningsmodeller. Förslaget, menar författarna, måste vila på en starkare grund och ha ett större syfte för att berättiga till åtgärderna.[127]

Som ett tillägg till nu nämnda bidrag skickade två bolagsrättsvetare från Copenhagen Business School in ytterligare ett dokument. De ville genom tillägget betona att EU-kommissionens förslag kan betraktas som ett intrång i aktieägarnas äganderätt, en rätt som skyddas av både EKMR och EU:s rättighetsstadga.[128] De anser nämligen att om aktieägarnas position i aktiebolaget försämras kommer aktiernas värde att minska vilket de facto blir en form av expropriation av aktieägarnas egendom.[129] Sådana ändringar måste därför ta hänsyn till reglerna om expropriation.[130]

3.5.2 University of Hamburg

Tre professorer från University of Hamburg skickade in ett bidrag där de inleder med att stötta de generella mål som EU-kommissionen vill uppnå med initiativet. De ställer sig dock negativa till åtgärderna och menar att studien inte har följt de akademiska normerna för empirisk forskning. De anser inte att aktieägarvärde skapar kortsiktighet då aktieägarmodellen fokuserar på nuvärdet av framtida kassaflöden. Närmare bestämt innebär det att analysen inkluderar framtida risker och möjligheter, något som omfattar både sociala och miljörättsliga faktorer.[131] De förklarar dessutom att investerare med kortsiktiga intressen kan få positiva effekter på bolaget när börsvärdet är högt då det motiverar styrelsen att öka värdet på bolaget så inte investerarna lämnar. Angående de åtgärder som EU-kommissionen vill genomföra anser professorerna att effekterna av sådan reglering på ett seriöst sätt måste utvärderas av akademiker och praktiker innan några lagstiftningsåtgärder vidtas.[132]

---

[124] Andersen, Berpórsson, Bråthen*, Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars,* 2020 s. 11.
[125] Andersen, Berpórsson, Bråthen, *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars,* 2020 s. 12.
[126] Andersen, Berpórsson, Bråthen*, Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars,* 2020 s. 17.
[127] Andersen, Berpórsson, Bråthen*, Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars,* 2020 s. 23.
[128] Hansen, Lilja, *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance,* 2020, s. 4-6.
[129] Hansen, Lilja, *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance,* 2020, s. 2.
[130] Hansen, Lilja, *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance,* 2020, s. 1.
[131] Bassen, Lopatta, Ringe, *Sustainable Corporate Governance Initiative of the Directorate- General for justice and Consumers,* 2020, s. 1-2.
[132] Bassen, Lopatta, Ringe, *Sustainable Corporate Governance Initiative of the Directorate- General for justice and Consumers,* 2020, s. 3-4.

3.5.3 Copenhagen Business School

Tre representanter från centrum för bolagsstyrning, ett tvärvetenskapligt forum vid Copenhagen Business School, skickade in ett gemensamt remissvar. De inleder med att ifrågasätta vetenskapligheten i studien. De anser inte att det är korrekt att hävda att det finns ett problem med kortsiktighet i Europa, då ägandet i europeiska bolag ofta är koncentrerat och bygger på långsiktighet. De menar dessutom att kortsiktiga investerare är positivt utifrån ett hållbarhetsperspektiv, då de sätter press på styrelsen att agera hållbart och sköta bolaget då investerarna annars kommer att sälja sina aktier. Författarna konstaterar även att konkurrensen mellan bolag, i form av att locka investerare och attrahera riskkapital, är hörnstenen i en fungerande ekonomi. Mekanismen möjliggör för investerare att flytta kapital till de bolag som utnyttjar det bäst. De argumenterar för att tillgången till riskkapital är en förutsättning för att stoppa klimatförändringarna.[133]

Författarna anser att den skadligaste delen av initiativet är den som rör ”bolagets intresse”. De uttrycker en oro över att EU-kommissionen verkar tala om ”bolagets intresse” som något eget och separerat från aktieägarna och andra intressen. Det skapar nämligen en bild av att bolaget är ett självständigt väsen. En sådan syn, menar författarna, kommer omkullkasta hela beslutandehierarkin i bolaget och fallera idén om modern bolagsstyrning.[134] Slutligen framhäver de att en modell där flera intressenter involveras kommer skapa oklarheter i vem som är ansvarig för bolaget.[135]

3.5.4 London School of Economics

En professor från London School of Economics skickade in en respons där han beskriver studien som partisk. Enligt hans bedömning har författarna bestämt sig för ett önskvärt resultat och sedan letat efter bevis som stödjer den tesen.[136] Inledningsvis förklarar författaren att studiens antagande att aktieägarmodellen leder till kortsiktighet är felaktig. Han utvecklar sitt svar genom att upplysa om att aktieägarmodellen är ett koncept där syftet är att skapa aktieägarvärde vilket inkluderar alla framtida kassaflöden. Med andra ord är sådant som arbetstagarnas rättigheter och miljörättsliga konsekvenser en del av kalkylen.[137]

Han menar att utdelningar inte är något negativt utan det möjliggör för investerare att allokera kapitalet till andra sektorer där det kommer till bäst användning.[138] Vidare förklarar professorn att idén om att olika intressen kan balanseras inte är praktiskt genomförbar då det inte är tydligt vilka intressen som ska prioriteras när de inte stämmer överens. Han belyser problematiken ytterligare genom att förklara att resultatet kan bli att bolagets ledning, som är aktieägarnas

[133] Ohnemus, Richter, Thomsen, *Consultation on ‘Study on directors’ duties and sustainable corporate governance’,* 2020, s 6.
[134] Ohnemus, Richter, Thomsen, *Consultation on ‘Study on directors’ duties and sustainable corporate governance’,* 2020, s 9.
[135] Ohnemus, Richter, Thomsen, *Consultation on ‘Study on directors’ duties and sustainable corporate governance’,* 2020, s 10.
[136] Edman, *Response to the EU Commission Study on Sustainable Corporate Governance,* London, 2020, s.1.
[137] Edman, *Response to the EU Commission Study on Sustainable Corporate Governance,* London, 2020, s.4.
[138] Edman, *Response to the EU Commission Study on Sustainable Corporate Governance,* London, 2020, s.6.

agenter, prioriterar de intressen som de själva anser väga tyngst. Risken finns att bolagets ledning styrs av egenintressen och möjligheten att hålla de ansvariga för besluten upphör. [139]

3.5.5 Harvard Law School

Fyra professorer från Harvard Law School skickade in ett bidrag till EU-kommissionens initiativ. Sammantaget anser de att studien inte lyckas definiera de verkliga problemen, den är inte baserad på vetenskap och lagstiftningsåtgärderna är inte tillräckligt utvärderade.[140] De menar att en gemensam definition av ”bolagets intresse” med stor sannolikhet inte kommer att få någon effekt. De bygger argumentationen på att liknande åtgärder vidtagits i USA utan någon synlig påverkan i praktiken och menar att det inte är möjligt att på ett detaljerat sätt beskriva styrelsens skyldigheter. De framhäver svårigheten i att låta styrelsen balansera olika intressen och anser att det ansvaret bör ligga hos lagstiftaren.[141]

Professorerna ifrågasätter dessutom hur en intressentmodell hade fungerat i praktiken då de menar att dessa intressen ofta är motstridiga.[142] De belyser att studien missleder läsaren i att tro att kortsiktiga investerare är ett växande problem. Faktum är, menar professorerna, att det långsiktiga ägandet har ökat de senaste årtiondena.[143] Angående förslaget att förbjuda kvartalsrapportering utrycker författarna en oro för att det kommer få oönskade effekter i form av ökad insiderhandel.[144]

[139] Edman, *Response to the EU Commission Study on Sustainable Corporate Governance,* London, 2020, s. 10.
[140] Roe, Spamann, Fried, Wang, *The EY Sustainable Corporate Governance Report's Major Flaws: Discussion and Analysis,* 2020, s. 16.
[141] Roe, Spamann, Fried, Wang, *The EY Sustainable Corporate Governance Report's Major Flaws: Discussion and Analysis,* 2020, s. 9-10.
[142] Roe, Spamann, Fried, Wang, *The EY Sustainable Corporate Governance Report's Major Flaws: Discussion and Analysis,* 2020, s. 15.
[143] Roe, Spamann, Fried, Wang, *The EY Sustainable Corporate Governance Report's Major Flaws: Discussion and Analysis,* 2020, s. 11.
[144] Roe, Spamann, Fried, Wang, *The EY Sustainable Corporate Governance Report's Major Flaws: Discussion and Analysis,* 2020, s. 12.

4. Den svenska modellen för bolagsstyrning

Den svenska modellen för bolagsstyrning i börsnoterade aktiebolag har konstruerats med hjälp av både lagstiftning och självreglering. På lagstiftningsnivå är det aktiebolagslagen och årsredovisningslagen som sätter standarden. Utöver dessa källor har det utformats en svensk kod för bolagsstyrning, ofta benämnd Koden, vars ambition är att främja god bolagsstyrning.[145] För att det ska bli tydligt vilka konsekvenser EU-kommissionens förslag får för svenskt vidkommande är det relevant att presentera hur den svenska modellen för bolagsstyrning är utformad idag. Beskrivningen av den svenska regleringen kommer även ge svar på den första frågeställningen om vilket utrymme styrelsen har att ta hänsyn till hållbarhet.

Avsnittet inleds med en kort tillbakablick på den aktiebolagsrättsliga regleringens uppkomst. Därefter presenteras den makthierarki som präglar aktiebolagets organisation för att sedan göra en djupdykning i det aktiebolagsrättsliga vinstsyftet.

4.1 Introduktion till regleringen

Aktiebolaget som finansieringsform går att spåra tillbaka till medeltidens Italien.[146] Det var dock inte förens industrialismen påbörjades som antalet aktiebolag ökade markant och trycket på lagstiftaren att reglera associationsformen blev högt.[147] 1848 skapas därför den första svenska aktiebolagslagen och friheten från personligt betalningsansvar blir norm.[148] Drygt 170 år senare är aktiebolaget den mest populära formen att driva näringsverksamhet i och ramarna för organisationen ställs upp av den omarbetade aktiebolagslagen som trädde i kraft 2005.[149]

Sandström anser att den aktiebolagsrättsliga regleringens utformning är en konsekvens av lagstiftarens försök att sänka agentkostnaderna. Han belyser att lagstiftaren lagt extra mycket vikt vid relationen mellan aktieägarna och bolagets ledning för att försöka motverka risken för att den sistnämnda parten agerar i eget intresse. Sandström menar att det är svårt för lagstiftaren att skapa en balans och tar upp höga belöningsavtal för ledande befattningshavare i storbolag som exempel på att agentkostnadsproblem är ett faktum.[150] Dotevall menar att principal/agent-teorin har lagt grunden för reglering på bolagsrättens område inom flera jurisdiktioner och att den svenska aktiebolagslagen inte är något undantag.[151]

4.2 Aktiebolagets hierarkiska konstruktion

Enligt svensk bolagsstyrning ska aktiebolagets organisation vara strukturerad utifrån en hierarkisk modell där bolagsstämman är det högsta beslutande organet.[152] Bolagsstämman utgörs av aktiebolagets aktieägare och är det forum där de, genom sin rösträtt, kan ta tillvara

[145] SOU 2004:130 s. 53.
[146] Johansson (2007) s. 25.
[147] Stattin (2008) s. 52.
[148] Johansson (2007) s. 25. Sandström (2020) s. 38.
[149] Ekonomifaktas hemsida, *Nystartade företag per företagsform*.
[150] Sandström (2020) s. 28.
[151] Dotevall (2015) s. 189 och 191.
[152] Prop. 1975:103 s. 234. Skog (2020) s. 159. Bergström och Samuelsson (2015) s. 74. Dotevall (1989) s. 65. Johansson (2007) s. 115.

sina intressen i bolaget.[153] Utgångspunkten är att bolagsstämman har mandat att fatta beslut inom i princip alla för bolaget relevanta frågor.[154] I förarbetena till den proposition som berörde aktiebolagets organisation uttrycks att det är viktigt med regler som främjar en aktiv ägarfunktion för att skapa en fungerande marknadsekonomi. Lagstiftaren förklarar att marknadsekonomin främjas av att kapital investeras i de bolag vars vinstutsikter är bäst.[155]

Direkt under bolagsstämman placeras styrelsen som är ett obligatoriskt bolagsorgan vars uppgift är att ta hand om bolagets organisation och förvalta dess angelägenheter.[156] Styrelsen väljs som huvudregel av aktieägarna på bolagsstämman men det går att föreskriva i bolagsordningen att ledamöterna ska utses på annat vis.[157] Om det är fråga om ett publikt aktiebolag måste dock mer än hälften av styrelseledamöterna väljas av bolagsstämman.[158] Den som väljer styrelseledamot har sedan mandat att skilja styrelseledamoten från sitt uppdrag.[159] Ersättningen som styrelseledamöterna får för uppdraget beslutas av bolagsstämman.[160]

Styrelsens beslutskompetens i bolaget avgränsas genom att den inte får ta beslut i frågor som faller under bolagsstämmans exklusiva kompetens. Bolagsstämman har i lag givits exklusiv kompetens att besluta i frågor som rör vinstutdelning, ändring av bolagsordningen, val av styrelseledamöter m.m.[161] Styrelsens kompetens begränsas dessutom av att den är skyldig att följa utfärdade direktiv av bolagsstämman så länge anvisningarna inte strider mot ABL, ÅRL eller bolagsordningen.[162] Begränsningen ger uttryck för styrelsens lydnadsplikt gentemot bolagsstämman.[163] Även styrelsen har exklusiv kompetens i vissa avseenden. Till att börja med har den en vetorätt som innebär att bolagstämman inte får ta beslut om större vinstutdelning än vad styrelsen har godkänt.[164] Samma princip gäller när det är fråga om minskning av aktiekapitalet för återbetalning till aktieägarna.[165]

Det tredje bolagsorganet i hierarkin utgörs av den verkställande direktören vars uppgift är att sköta bolagets löpande förvaltning enligt de instruktioner styrelsen utfärdar.[166] I förarbetena förklaras att den löpande förvaltningen framför allt innefattar ett ansvar för driften av rörelsen, tillsyn över personalen samt att sörja för en lagenlig bokföring.[167] Skyldigheten att inrätta ett tredje bolagsorgan i form av en verkställande direktör träffar endast publika aktiebolag.[168]

---

[153] 7 Kap 1§ aktiebolagslagen. Prop. 1997/98:99 s. 229. Prop. 2004/05:85 s. 291.
[154] Skog (2020) s. 159. Bergström och Samuelsson (2015) s. 74. Dotevall (1989) s. 65. Moberg, Valentin och Åkersten (2014) s. 25.
[155] Prop. 1997/98:99 s. 74.
[156] 8 Kap 4§ st 1 aktiebolagslagen.
[157] 8 Kap 8 § aktiebolagslagen.
[158] 8 Kap 47§ aktiebolagslagen.
[159] 8 Kap 14§ aktiebolagslagen.
[160] 8 Kap 23a§ aktiebolagslagen.
[161] 18 Kap 1§ st 1 aktiebolagslagen, 3 Kap 4§ aktiebolagslagen, 8 Kap 8§ st 1 aktiebolagslagen.
[162] 8 Kap 41§ st 2 aktiebolagslagen.
[163] Johansson (2007) s. 121.
[164] 18 Kap 1§ st 2 aktiebolagslagen.
[165] 20 Kap 3§ st 2 aktiebolagslagen.
[166] 8 Kap 29§ st 1 aktiebolagslagen.
[167] Prop. 1997/98:99 s. 90.
[168] 8 Kap 29§ st 2 aktiebolagslagen jämte 8 Kap 50§ aktiebolagslagen.

Slutligen finns det ett krav i aktiebolagslagen om att ha en auktoriserad revisor.[169] För privata bolag som uppfyller vissa i lagen angivna förutsättningar finns en möjlighet att bortse från kravet på att ha en revisor.[170] Revisorn kan beskrivas i termer av ett självständigt organ i förhållande till resten av bolagsorganen vars uppgift är att granska bolagets årsredovisning och bokföring. Utöver räkenskaperna ska revisorn även granska styrelsens och den verkställande direktörens förvaltning.[171]

I förarbetena till 1975 års aktiebolagslag var det tal om att införa ytterligare ett bolagsorgan, nämligen ett förvaltningsråd. Förvaltningsrådet skulle fungera som ett övervakningsorgan och granska bolagsledningen. På så vis skulle aktieägarna få bättre kännedom om hur bolaget förvaltades.[172] Lagstiftaren valde dock att inte införa en sådan möjlighet med hänvisning till att det hade skapat otydlighet i aktiebolagets ansvarsfördelning. Det hade framför allt varit svårt att sätta en gräns mellan revisorernas och förvaltningsrådets uppdrag.[173]

I en utredning från 1971 diskuterades huruvida det allmänna och de anställda borde ges makt att påverka beslutsprocessen i aktiebolaget. Utredaren ställde sig negativ till en sådan ordning med hänvisning till att aktiebolagets organisation redan är utformad på ett ändamålsenligt sätt. I detta sammanhang betonades hur viktigt det är för ett bolag att kunna attrahera riskkapital och utredaren lyfte fram att ett aktiebolag som lyckas med det även kommer gynna sysselsättningen och samhällsekonomin.[174] Även i förarbetena till 1975 års aktiebolagslag diskuterades aktiebolagets organisation och utredaren talade om vikten av att finna en balans mellan bolagets olika organ.[175]

4.3 Syftet med ett aktiebolag

I 3 Kap 3§ aktiebolagslagen presenteras syftet med ett aktiebolags verksamhet:

> Om bolagets verksamhet helt eller delvis skall ha ett annat syfte än att ge vinst till fördelning mellan aktieägarna, skall detta anges i bolagsordningen. I så fall skall det också anges hur bolagets vinst och behållna tillgångar vid bolagets likvidation skall användas.[176]

På ett omvänt sätt ger paragrafen uttryck för att syftet med verksamheten i ett aktiebolag är att dra in vinst till aktieägarna. Samtidigt fastslås att ett aktiebolag kan ha ett annat syfte under förutsättningen att det införs i bolagsordningen, något som kräver kvalificerad majoritet på bolagsstämman.[177] I förarbetena förklaras att ett sådant syfte t.ex. skulle kunna vara politiskt,

[169] 9 Kap 1§ st 1 aktiebolagslagen.
[170] 9 Kap 1§ st 2 aktiebolagslagen.
[171] 9 Kap 3§ st 1 aktiebolagslagen.
[172] Prop 1975:103 s. 126.
[173] Prop 1975:103 s. 126.
[174] SOU 1971:15 s. 113-114.
[175] SOU 1975:103 s. 126.
[176] 3 Kap 3§ aktiebolagslagen.
[177] 7 Kap 43§ 1 p aktiebolagslagen, Prop. 1975:103 s. 476.

vetenskapligt, kulturellt eller välgörande.[178] Bestämmelser i bolagsordningen om att aktiebolaget ska ha ett annat syfte än att gå med vinst är sällsynta.[179]

I 17 Kap 5§ aktiebolagslagen finns ett allmänt undantag som gör det möjligt att åsidosätta vinstsyftet i de fall ett aktiebolag vill ge en gåva till allmännyttigt ändamål. För att en sådan gåva ska vara accepterad krävs att den anses vara skälig och att den inte strider mot borgenärsskyddsreglerna i 17 Kap 3§ aktiebolagslagen.

Det finns en möjlighet att starta ett aktiebolag med särskild vinstutdelningsbegränsning.[180] I förarbetena till nu nämnda bestämmelser anger lagstiftaren en önskan om att tillhandahålla en företagsform som inte har som syfte att gå med vinst och berika aktieägarna. Överskottet i ett sådant aktiebolag ska i stället användas för att utveckla verksamheten.[181] Skog menar att lagstiftarens motiv inte fullt ut återspeglas i bestämmelserna då aktiebolaget i praktiken fortfarande kan ha som syfte att gå med vinst, skillnaden är att möjligheten att dela ut vinsten begränsas.[182] Stattin slår fast att denna form av aktiebolag *ska* drivas med vinstsyfte men att vinsten inte ska inbringas för att sedan betalas ut till aktieägarna.[183] Bolag med särskild vinstutdelningsbegränsning är inte vanliga i svensk rätt.[184]

4.3.1 Vinstsyftets betydelse och funktion

Varför finns det ett vinstsyfte i aktiebolagslagen och vad fyller det för funktion? Redan i förarbetena till 1895 års aktiebolagslag lyftes fram att vinstsyftet är en naturlig följd av aktieägarnas intresse att få största möjliga avkastning på investerat kapital.[185] Även när de första aktiebolagen bildades, innan någon lagstiftning fanns på plats, var den rådande uppfattningen att vinst var grundstenen.[186]

I motiven till nuvarande aktiebolagslag förklaras att poängen med att ha en uttrycklig regel som stadgar syftet med ett aktiebolag är att skapa ett skydd för aktieägarna mot åtgärder vidtagna av bolagets ledning. Det handlar framför allt om att motverka åtgärder där resurserna i aktiebolaget används för sådan verksamhet som inte är till nytta för aktieägarna.[187] I äldre förarbeten kategoriseras bestämmelsen som ett minoritetsskydd då det är en försäkran om att bolagsorganen inte avhänder egendom till underpris, alternativt ger bort densamma.[188]

Det har gjorts en del uttalanden i doktrin angående vinstsyftets betydelse. I likhet med lagstiftarens ståndpunkt uttrycker Skog att förbudet i aktiebolagslagen mot att ta beslut i strid

[178] Prop. 1975:103 s. 476.
[179] Skog (2020) s. 245–246. Stattin (2021) s. 316.
[180] 32 Kap 1§ aktiebolagslagen.
[181] Prop. 2004/05:178 s. 21.
[182] Skog (2015) s. 15.
[183] Stattin (2021) s. 319.
[184] Stattin (2021) s. 316.
[185] Prop. 1895:6 s. 117.
[186] Bergström och Samuelsson (2015) s. 34.
[187] Prop. 2004/05:85 s. 219.
[188] Prop. 1975:103 s. 248.

med vinstsyftet är en skyddsregel för aktieägarna i bolaget.[189] Nerep, Samuelsson och Adestam instämmer och beskriver att vinstsyftet fungerar som ett skydd för aktieägarna mot att bolagsledningen använder resurserna i bolaget till fel ändamål. De lyfter även att aktiebolagets borgenärer gynnas av att verksamheten drivs i vinstsyfte då det är lättare att göra en kreditvärdering av ett bolag som har ett tydligt syfte än ett bolag vars målsättningar är av olika slag.[190] Även Sevenius argumenterar för att vinstsyftet är en del av minoritetsskyddet med hänvisning till att bestämmelsen i 1975 års aktiebolagslag återfanns bland vinstutdelningsreglerna.[191]

Åhman går ett steg längre i analysen och förklarar att vinstsyftets ändamål även bör vara att tillförsäkra ett aktiebolags tillgång till riskkapital. Han bygger sitt resonemang på det faktum att potentiella aktieplacerare riskerar att avskräckas från att investera om de inte får en försäkran om att bolagets kapital kommer att användas för att tillgodose aktieägarnas intresse av vinst.[192] Åhman beskriver vinstsyftet som en för bolagets ledning grundläggande instruktion att följa.[193]

Bergström och Samuelsson konstaterar att vinstsyftet har två funktioner. Till att börja med ger vinstsyftet uttryck för en fördelningsnorm som innebär att vinst ska fördelas mellan aktieägarna. För det andra har vinstsyftet funktionen av en beslutsnorm vilket betyder att alla beslut tagna i bolaget ska svara mot vinstkriteriet. Bergström och Samuelsson förklarar att vinstsyftets egenskap av beslutsnorm är viktig då det gör det möjligt för aktieägarna att kontrollera bolagets ledning.[194]

Stattin tillbakavisar idén om att vinstsyftet kan betraktas som handlingsdirigerande för bolagets ledning och anför att de äldre förarbetena ger uttryck för att vinstsyftet enbart ska betraktas som en skyddsregel för aktieägarna.[195] Stattin avvisar även tanken om att vinstsyftet skulle uppfylla en borgenärsskyddande funktion med hänvisning till att aktieägarna kan byta verksamhetens syfte genom att göra en ändring i bolagsordningen.[196]

Dotevall argumenterar för att vinstsyftet i 3 Kap 3§ aktiebolagslagen ger uttryck för den neoklassiska teorin som hämtas från nationalekonomin. Målet för bolagsledningen ska vara att maximera vinsten för aktieägarna vilket även kommer effektivisera användningen av resurser i marknadsekonomin.[197] Dotevall menar alltså att den rättsliga funktionen av vinstsyftet, enligt den neoklassiska teorin, är att uppmana bolagsledningen att maximera vinsten i bolaget.[198]

[189] Skog (2020) s. 103.
[190] Adestam, Nerep, Samuelsson (2019) s. 223.
[191] Sevenius och Örtengren (2021) s. 405.
[192] Åhman (1997) s. 681.
[193] Åhman (1997) s. 689.
[194] Bergström och Samuelsson (2015) s. 34–35.
[195] Stattin (2021) s. 255 och 310.
[196] Stattin (2008) s. 140.
[197] Dotevall (1989) s. 406.
[198] Dotevall (1989) s. 418.

Lindskog och Johansson förklarar att lagstiftaren ansett att vinstsyftet är så pass självklart i ett aktiebolag att det endast anges på ett indirekt sätt i aktiebolagslagen.[199] Även Nial drar slutsatsen att lagstiftaren ansett att det är en självklarhet att syftet med verksamheten är att bereda aktieägarna vinst och därför krävs det som utgångspunkt inget uttryckligt stadgande i bolagsordningen.[200]

4.3.2 Vinstsyftet i praktiken

Hur ska vinstsyftet användas vid förvaltningen av bolaget? Då varken lag eller förarbeten ger någon närmare vägledning kring hur vinstsyftet ska operationaliseras blir uttalanden i doktrin värdefulla.

Bergström och Samuelsson anser att begreppet vinst ska förstås som en ökning av det egna kapitalet i bolaget. Mot bakgrund av den slutsatsen anser de att vinstsyftet ska betraktas som en skyldighet för bolagets ledning att vid varje beslut som tas i bolaget ha som mål att maximera värdet på bolagets egna kapital. Det innefattar en skyldighet att ta hänsyn till både tids- och riskaspekter.[201] Bergström och Samuelsson konstaterar att bolagets ledning, genom ekonomisk analys, alltid måste väga olika handlingsalternativ mot varandra och välja det som bäst kan motiveras utifrån ett företagsekonomiskt perspektiv. De framhäver att det inte finns något utrymme för bolagets ledning att göra avsteg från modellen, utan vinstsyftet ska ses som gränsen för deras rättsliga kompetens.[202]

Johansson beskriver vinstsyftet som en flexibel regel och menar att det är tillåtet att inom ramen för vinstsyftet genomföra transaktioner som vid beslutsfattandet är förenat med risker. Han understryker dessutom att sådana transaktioner som vid en första anblick inte uppfattas som försvarliga ur ett företagsekonomiskt perspektiv får vidtas. Som exempel lyfter Johansson åtgärder till fördel för de anställda i bolaget.[203]

Även Sandström instämmer i att vinstsyftet inte hindrar bolagets ledning från att ta risker så länge målet med vidtagna åtgärder är att skapa vinst till fördelning bland aktieägarna. Vad som är ägnat att skapa vinst beskriver Sandström i termen av affärsmässighet och menar att det är bolagsorganen som i slutändan avgör vad som faller i den kategorin. [204] Han understryker dock att alla affärsbeslut fattade av bolagets ledning även måste beakta annan lagstiftning som faller utanför det aktiebolagsrättsliga området, t.ex. bestämmelser som reglerar de arbetsrättsliga förhållandena.[205]

Lindskog kommer fram till att gränserna för vilket risktagande som är lagenligt utgörs av den aktsamhetsstandard som ska beaktas av bolagsorganen tillsammans med sådana beslut som betraktas som kompetensöverskridanden. Det Lindskog menar är alltså att om man vidtar

[199] Lindskog (1995) s. 26. Johansson (2007) s. 109.
[200] Nial (1934) s. 33–34.
[201] Bergström och Samuelsson (2015) s. 36.
[202] Bergström och Samuelsson (2015) s. 266.
[203] Johansson (2007) s. 155–156.
[204] Sandström (2020) s. 267.
[205] Sandström (2020) s. 269.

aktsamhet och inte avviker från vinstsyftet i sådan mån att det de facto betraktas som ett kompetensöverskridande är det fritt att ta risker.[206] Han konstaterar även att beslut som kan försvaras enligt spelteorietiska grunder bör som allmän utgångspunkt vara förenliga med vinstsyftet.[207]

Skog tar avstamp i företagsekonomin och menar att vinstsyftet innebär att bolagsorganen, genom att fullfölja alla investeringar med ett positivt nuvärde, ska ha som mål att maximera värdet på bolaget. Närmare bestämt innebär det att bolagsorganen får och *ska* investera i alla intressen som förväntas ge större intäkter än kostnader. Han markerar dock att bolagsorganen inte får gå så långt i hänsynen till andra intressen att vinstsyftet åsidosätts. [208]

Rodhe anser att vinstsyftet är en grundläggande regel som både styrelsen och bolagsstämman måste beakta. Han förklarar att handlingsutrymmet är stort men markerar att det inte anses vara berättigat att fortsätta med förlustbringande affärer eller vidta andra åtgärder som inte faller inom bolagets intresse. Rodhe framhåller att sådana åtgärder kan resultera i skadeståndsskyldighet eller i värsta fall straffansvar för styrelseledamöterna.[209]

Dotevall anser att begreppet vinst ska ses som ett materiellt vinstbegrepp.[210] Med det uttalandet menar Dotevall att det går att se på vinstsyftet som dels kapitaltillväxt i bolaget, dels som ränta på det insatta kapitalet i form av utdelning. Oavsett hur betraktaren väljer att se på vinstsyftet bedömer Dotevall att det inte går att fastställa vilken grad av risktagande som är accepterat eller vilket tidsperspektiv bolagets ledning har att förhålla sig till i sina beslut.[211] Som en följd av att det inte är möjligt att ge vinstsyftet något konkret rättsligt innehåll drar han slutsatsen att bolagets ledning får ett stort utrymme att vidta åtgärder i verksamheten.[212] Dotevall påpekar även att bolagets ledning bör anses ha en plikt att ta risker så länge det inte övergår till spekulativ verksamhet.[213]

4.3.3 Uppenbarhetsrekvisitet

För att kunna avgöra vilket faktiskt utrymme vinstsyftet lämnar åt styrelsen är det relevant att se på om åtgärder i strid med vinstsyftet är sanktionerade. I tidigare versioner av aktiebolagslagen fanns en uttrycklig regel som stadgade ett förbud för bolagsstämman och bolagets företrädare att använda bolagets vinstmedel för ändamål som var *uppenbart* främmande för syftet med verksamheten.[214] Bestämmelsen är numera borttagen men förarbetena indikerar på att förbudet fortfarande ska gälla trots avsaknaden av lagrum. Anledningen till det är att syftet med bolagets verksamhet ska framgå av bolagsordningen, ett

[206] Lindskog (1995) s. 29.
[207] Lindskog (1995) s. 30.
[208] Skog (2015) s. 15–16.
[209] Rodhe (1977) s. 297–298.
[210] Dotevall (1989) s. 410.
[211] Dotevall (1989) s. 419.
[212] Dotevall (2015) s. 194.
[213] Dotevall (1989) s. 417.
[214] Prop. 1973:93 s. 137. SOU 1941:9 s. 296.

dokument som är bindande för bolagsorganen.[215] Nu är det visserligen på det viset att syftet med aktiebolaget endast anges i bolagsordningen när det avviker från huvudregeln om vinst. Nial argumenterar dock för att det inte har någon betydelse utan beslut i strid med vinstsyftet ska kunna angripas med stöd av uppenbarhetsrekvisitet ändå.[216] Den rådande uppfattningen inom doktrin är att uppenbarhetsrekvisitet, trots avsaknaden av lagrum, fortfarande gäller när det kommer till att avgöra om en åtgärd strider mot verksamhetens ändamål eller syfte.[217]

Åhman beskriver att uppenbarhetsrekvisitet innebär att en åtgärd kan vara oförenlig med verksamhetens syfte och ändamål men det behöver inte innebära att någon sanktion kan bli aktuell. För att en sanktion ska bli aktuell måste det, enligt Åhman, vara *uppenbart* att syftet eller verksamhetsföremålet åsidosatts när omständigheterna betraktas utifrån ett objektivt perspektiv.[218] Utöver det belyser Åhman att en ytterligare förutsättning för att en sanktion ska bli aktuell är att handlandet bedöms vara culpöst.[219] Han menar dock på att i fall där det uppenbart är fråga om en gåva krävs inte att något avsiktligt handlande går att fastställa utan uppenbarhetsrekvisitet anses i dessa fall vara uppfyllt.[220]

4.4 Verksamhetsföremålet

Vid förvaltningen av bolaget måste bolagets ledning även beakta verksamhetsföremålet. Till skillnad från vinstsyftet är verksamhetsföremålet den verksamhet som ska bedrivas i bolaget för att uppnå syftet.[221] Verksamhetsföremålet ska anges till sin art i bolagsordningen och det krävs viss precision för att godkännas.[222] Dotevall förklarar att kravet på precision hänger ihop med att verksamhetsföremålet sätter upp ramarna för bolagsledningens befogenhet.[223] I äldre förarbeten har lagstiftaren anfört att vaga angivelser som t.ex. ”handelsrörelse” inte är tillräckligt precist.[224] I likhet med vinstsyftet anses verksamhetsföremålet vara uppställt till skydd för aktieägarna.[225] Verksamhetsföremålet begränsar styrelsens handlingsutrymme på samma sätt som vinstsyftet – det är inte tillåtet att ta beslut som är uppenbart främmande för verksamhetens art.

[215] Prop. 1975:103 s. 382.
[216] Nial (1934) s. 32–33.
[217] Se Åhman (1997) s. 685. Arvidsson (2011) s. 83. Dotevall (2015) s. 202. Skog (2020) s. 250. Johansson (2007) s. 156. Stattin (2008) s. 141. Ohlson (2012) s. 107. Sandström (2020) s. 267.
[218] Åhman (1997) s. 686.
[219] Åhman (1997) s. 687.
[220] Åhman (1997) s. 692.
[221] Åhman (1997) s. 677. Stattin (2021) s. 237. Skog (2020) *bolagsstyrning för hållbarhet,* s. 26.
[222] 3 Kap 1§ p 3 aktiebolagslagen. Stattin (2021) s. 238.
[223] Dotevall (1989) s. 206–207.
[224] SOU 1941:9 s. 63.
[225] Åhman (1997), s. 677.

5. Analys och slutsatser

I detta avsnitt kommer jag på ett tydligt och detaljerat sätt analysera det som redovisats i tidigare avsnitt för att kunna besvara mina frågeställningar och uppfylla syftet med uppsatsen. För att det inte ska bli för mycket återupprepning i denna del kommer jag att hänvisa tillbaka till tidigare avsnitt i uppsatsen när det är lämpligt. Denna del avrundas med några avslutande reflektioner kring resultatet.

5.1 Det aktiebolagsrättsliga vinstsyftet och hållbarhet

(i) Vilket utrymme har styrelsen i ett börsnoterat aktiebolag, inom ramen för det aktiebolagsrättsliga vinstsyftet, att ta hänsyn till hållbarhet vid förvaltningen av bolaget?

Till att börja med kan konstateras att den svenska aktiebolagsrättsliga regleringen, som den är utformad idag, bygger på aktieägarmodellen. Den slutsatsen baserar jag på hur regleringen är utformad, aktiebolagslagens förarbeten samt uttalanden i doktrin. Som har redogjorts för i tidigare avsnitt utgår aktiebolagslagen från att syftet med ett aktiebolag är att dra in vinst till aktieägarna vilket korrelerar klart och tydligt med aktieägarmodellens utgångspunkt. Vid en tillbakablick på tidigare versioner av aktiebolagslagen är det även uppenbart att så alltid har varit fallet. Faktum är att vinstsyftet var en grundbult i aktiebolaget redan innan någon lagstiftning ens fanns på plats. I förarbetena beskrivs vinstsyftet som ”naturligt” och Lindskog anför att dess indirekta angivelse i 3 Kap 3 § aktiebolagslagen bekräftar lagstiftarens syn på vinstsyftet som en självklar utgångspunkt för ett aktiebolag. Även Nial var av uppfattningen att lagstiftaren utgick från att vinstsyftet var grundläggande.

Det bör poängteras att det är felaktigt att påstå att intressentmodellen inte eftersträvar att bolaget ska gå med vinst. Det är närmast en självklarhet även enligt denna modell att vinst är något positivt. Skillnaden ligger snarare i vilka intressen som ska beaktas och prioriteras av bolagets ledning i strävan efter att skapa denna vinst. Aktieägarmodellen har i det avseendet klart tagit ställning för att det är aktieägarna som utgör den prioriterade intressentgruppen i bolaget. Jag anser att det finns tydligt stöd i rättskällorna för att den rådande aktiebolagsrättsliga regleringen intar samma ställning. Som beskrevs ovan är aktieägarnas intresse av att bolaget går med vinst uttryckligen reglerat i aktiebolagslagen. Stadgandet är förvisso angivet på ett indirekt sätt men det markerar ändå aktieägarnas överordnade ställning i förhållande till övriga intressenter. Ståndpunkten bekräftas av att regeln enligt förarbetena är uppställd till skydd för aktieägarna mot åtgärder som inte vidtas i aktieägarnas intresse. Även de uttalanden som gjorts i doktrin bekräftar att vinstsyftet är en skyddsregel för aktieägarna, inte minst för de som utgör minoriteten.

Som nämndes under den teoretiska bakgrunden, utgår aktieägarmodellen från att aktieägarnas intresse av att gå med vinst i slutändan även kommer få positiva effekter på organisationen och samhället i stort. I utredningen från 1971 intar utredaren samma ståndpunkt och förklarar att aktiebolaget spelar en stor roll för samhällsekonomin. För att den funktionen ska fyllas krävs enligt utredaren att lagstiftningen är utformad på ett tillfredsställande sätt som gör

verksamheten möjlig. I denna del vill jag även framhäva att lagstiftaren kommenterade diskussionen om företagens sociala ansvar i förarbetena till den nuvarande aktiebolagslagen. Där visar lagstiftaren på en medvetenhet kring kommande utmaningar kopplade till hållbarhet, men förmedlar samtidigt ståndpunkten att lösningarna inte ligger inom det aktiebolagsrättsliga fältet.[226] Genom uttalandet illustreras att lagstiftaren intar samma ställning som aktieägarmodellen, nämligen att utmaningarna hanteras bäst i form av sidorestriktioner.

I likhet med tidigare uttolkare av den svenska aktiebolagsrättsliga regleringen drar jag därför slutsatsen att regleringen tar starkt avstamp i aktieägarmodellen. Det leder oss in på huvudfrågan i denna del, nämligen vilket utrymme det finns att ta hänsyn till hållbarhet inom ramen för den aktiebolagsrättsliga regleringen så som den är utformad idag. I det teoretiska avsnittet framställdes den kritik som aktieägarmodellen mottagit genom tiderna. Vinstmaximeringsprincipen och dess oförmåga att inkludera hållbarhetsaspekter i bolagsstyrningen utgjorde den mest framträdande kritiken. Hur ska samhället överleva om ett aktiebolag enbart drivs i syfte att berika aktieägarna? Samma typ av kritik gick även att utläsa i EU-kommissionens studie där det förklarades att identifiering och hantering av hållbarhetsrisker sällan är en del av styrelsens ansvar så som det är utformat i medlemsländernas regleringar. Frågan som ska utredas här är därmed om vinstsyftet så som det är utformat i aktiebolagslagen hindrar styrelsen från att ta hänsyn till hållbarhet vid förvaltningen av bolaget.

Inledningsvis är det nödvändigt att för tydlighetens skull belysa att varken lag eller förarbeten ger några tydliga instruktioner på hur vinstsyftet ska operationaliseras. Enligt vissa författare beror det på att vinstsyftet aldrig har ifrågasatts. Enligt Stattin beror det på att vinstsyftet endast är en skyddsregel och inte någon positiv handlingsregel för styrelsen. Oavsett av vilken anledning som lagstiftaren valt att inte ge en närmare förklaring angående hur vinstsyftet ska användas i en beslutssituation är det för denna uppsats högst relevant att den frågan utreds. Utan någon tydlig beskrivning av vinstsyftets innebörd för förvaltningen av bolaget är det omöjligt att dra slutsatser kring huruvida hållbarhet kan beaktas inom ramen för en sådan ordning. I denna del blir det därför relevant att se till de uttalanden som gjorts angående vinstsyftet i doktrin.

Till att börja med är det nödvändigt att slå fast vad begreppet ”vinst” egentligen innebär. Enligt uttalandena i doktrin är vinst lika med en ökning av bolagets egna kapital. Det egna kapitalet utgörs av skillnaden mellan bolagets tillgångar och skulder och slutsatsen bör därför bli att bolagets ledning ska försöka öka tillgångarna och minska skulderna. Det görs enligt Skog genom att investera i sådant som ger större intäkter än kostnader. Bolagets ledning bör därför enligt Bergström och Samuelsson göra en ekonomisk analys inför varje beslut som tas och vinstsyftet kräver att beslutet alltid går att motivera utifrån ett företagsekonomiskt perspektiv. Stattin instämmer inte i det påståendet med hänvisning till hans tidigare konstaterande om att vinstsyftet endast är en skyddsregel för aktieägarna. Han anser nämligen att en styrelse bör kunna ta etiskt grundade beslut för verksamheten utan att det motiveras utifrån ett

[226] Prop. 2004/05:85 s. 219–220.

vinstperspektiv.[227] Jag väljer att återkomma till det perspektivet längre ner i diskussionen. I enlighet med majoriteten av uttalandena i doktrin går det att hävda att bolagets ledning har en skyldighet att genomföra alla de investeringar som har ett positivt nuvärde. Lika självklart verkar det även vara att bolagets ledning inte får fortsätta med sådana affärer som är förlustbringande. Stattin poängterar dock att det även kan vara acceptabelt att en affärsgren är förlustbringande om det framstår som att den kommer bli vinstgivande till slut. Det avgörande bör därför vara hur prognosen för vinst ser ut.

Än så länge synes därför vinstsyftet ha ett tydligt budskap för bolagets ledning, nämligen att investera i sådant som ger intäkter och avstå från affärer som är olönsamma. Men är det verkligen så enkelt? Det är inte alltid självklart i det praktiska livet vilka investeringar som kommer att resultera i intäkter för bolaget. För att ett bolag ska kunna utvecklas krävs ibland ett visst mått av risktagande. Kan vinstsyftet anses lämna något utrymme för bolagets ledning att ta risker i verksamheten? Uppfattningen i doktrin är samstämmig, transaktioner som är förenade med risker faller inom ramen för vinstsyftet. Dotevall går till och med så långt att han menar att bolagets ledning har en plikt att ta risker. Så länge målet med alla investeringar är att gå med vinst verkar det därför vara fritt fram att ta risker. Men vart går egentligen gränsen? I doktrin beskrivs gränsen i termer av spekulativ verksamhet, spelteoretiska grunder, åsidosättande av vinstsyftet och kompetensöverskridanden. Att gränsen sätts vid spekulativ verksamhet talar för att utrymmet för risktagande är stort. Enligt min uppfattning talar det för att så länge bolagets ledning genomfört en någorlunda god analys av läget och haft som mål att affären ska inbringa vinst, är det förenligt med vinstsyftet.

En ytterligare fråga som måste klargöras är vilket tidsperspektiv bolagets ledning har att förhålla sig till när den ska ta beslut i enlighet med vinstsyftet. Som nämndes under avsnitt 3 är EU-kommissionen av uppfattningen att nuvarande reglering skapar ett för stort fokus på kortsiktig vinstmaximering. Kan vinstsyftet så som det är utformat i aktiebolagslagen anses innefatta en skyldighet att generera kortsiktig vinst? Dotevall är av uppfattningen att något tidsperspektiv inte går att fastställa vilket därmed öppnar upp för ett stort handlingsutrymme åt styrelsen. Arvidsson är av motsatt uppfattning, han anser att det går att anlägga en tidshorisont men landar i slutsatsen att det inte finns någon begränsning i tid för när vinst ska uppkomma. Oavsett vilket betraktelsesätt som väljs landar jag därför i slutsatsen att vinstsyftet kan anses inrymma investeringar av både kort- och långsiktig karaktär.

Mot bakgrund av de omständigheter som nu analyserats är det tydligt att vinstsyftet kan anses lämna ett stort handlingsutrymme för styrelsen när den ska ta beslut i bolaget. Bolagets ledning ska sträva efter att öka värdet på det egna kapitalet och det är i den strävan accepterat att ta risker samt anlägga ett långsiktigt tidsperspektiv på investeringarna.

För att analysen av vinstsyftet ska bli fullständig måste något sägas om när en åtgärd står i strid med vinstsyftet. Vad krävs för att bolagets ledning ska ställas till ansvar för ett beslut som vidtagits i strid med vinstsyftet? Som redogjorts för i tidigare avsnitt baseras bedömningen på

[227] Stattin (2021) s. 256.

ett uppenbarhetsrekvisit som numera inte går att direkt utläsa ur lagen. Jag skulle argumentera för att uppenbarhetsrekvisitet gör det ännu mer tydligt att vinstsyftet lämnar ett stort utrymme för styrelsen vid beslutssituationer i bolaget. Ett beslut kan vara oförenligt med vinstsyftet men så länge det inte är uppenbart att så är fallet kommer inte något ansvar att kunna utkrävas. Det får resultatet att ännu fler beslut kan fattas inom ramen för nuvarande ordning.

Avslutningsvis kvarstår därför att fastslå vilket utrymme styrelsen har att inom ramen för det aktiebolagsrättsliga vinstsyftet att ta hänsyn till hållbarhet vid förvaltningen av bolaget? Mitt svar på frågeställningen är att styrelsen har ett stort, närmare bestämt väldigt stort utrymme att ta hänsyn till hållbarhet när beslut tas i bolaget. Till att börja med kan det konstateras att hållbart företagande idag ofta är förenat med god publicitet för bolaget. God publicitet medför i många fall ökade intäkter och på ett motsatt vis skapar dålig publicitet kostnader, något som enligt aktieägarmodellen kommit att kallas för ”reputational costs”. Redan här blir det tydligt att styrelsen inte bara *bör* utan *ska* beakta hållbarhetsaspekter när beslut tas i bolaget, detta eftersom vinstsyftet kräver att styrelsen alltid ska sträva efter att öka värdet på bolagets egna kapital. Om en åtgärd till förmån för miljön ökar bolagets vinstmöjligheter kan styrelsen därför anses ha en plikt att genomföra den.

Att vinstsyftet även öppnar upp för ett stort risktagande och en längre tidshorisont innebär att åtgärder vidtagna för att främja långsiktig hållbarhet inte alltid måste få önskvärd effekt i form av vinst. Det som är relevant är att styrelsen gjort bedömningen att besluten ska leda till vinst. För att återkoppla till Stattins uttalande tidigare i denna diskussion är han av uppfattningen att någon skyldighet att ha vinst i baktanken när etiska ställningstaganden vidtas inte ens är ett krav. Han har nämligen svårt att se att en styrelse hade blivit ifrågasatt om den t.ex. hade tagit beslutet om att stoppa barnarbete i bolagets fabriker. Han menar att ett sådant beslut alltid går att motivera med aktiebolagets högre mål, nämligen att bidra till samhällets målsättningar.[228] Stattins inslag har självklart ett värde men oavsett kan sägas att slopandet av barnarbete även det går att inkludera i den vinstanalys som styrelsen genomför. Väljer man att inta Stattins ståndpunkt eller om argumentationen i stället baseras på idén om ”reputational costs” kommer resultatet alltid bli att åtgärderna går att rättfärdiga. Lägg sedan till att vinstsyftesstridiga åtgärder måste vara uppenbara för att aktualisera ansvar kan det konstateras att vinstsyftet går att kombinera med hållbarhetstänk.

Min slutsats överensstämmer även med flera av de uttalanden som gjorts i de nationella och internationella remissvaren på EU-kommissionens initiativ. Både de svenska investmentbolagen och Electrolux förklarade att långsiktigt värdeskapande hänger ihop med hållbart företagande. Det tyder på att aktieägarmodellens idé om ”reputational costs” är något som fungerar i praktiken. De nordiska bolagsrättsvetarna framförde att ”styrelsens ansvar” innefattar en skyldighet att ta hänsyn till långsiktiga konsekvenser av beslut något som även min slutsats landar i. Professorerna från Hamburgs universitet och Londons handelshögskola konstaterade att aktieägarmodellen kräver att hänsyn tas till alla framtida kassaflöden. Att sådant innefattar miljörättsliga konsekvenser av beslut har även jag kommit fram till i min

[228] Stattin (2021) s. 256.

analys av vinstsyftet. Sammantaget kan därför fastslås att EU-kommissionens bild av att aktieägarmodellen strävar efter att kortsiktig vinstmaximering eftersträvas är rent av felaktig. Inom ramen för det aktiebolagsrättsliga vinstsyftet finns ett stort utrymme för styrelsen att ta hänsyn till hållbarhet.

5.2 ”Hållbar bolagsstyrning” – Ja eller nej?

(ii) Borde EU-kommissionens initiativ om hållbar bolagsstyrning fullföljas i syfte att skapa bättre förutsättningar för styrelsen att inkludera hållbarhetshänsyn vid förvaltningen av bolaget?

Mot bakgrund av vad som konstaterades under den första frågeställningen hade det naturliga svaret i denna del varit att EU-kommissionens initiativ inte borde genomföras. Det finns ingen anledning att genomlida en tung lagstiftningsprocess om bolagsstyrningen redan fungerar på ett tillfredsställande sätt i medlemsländerna. Enligt EU-kommissionens bedömning är dock så inte fallet. Som redogjorts för under avsnitt 3 anser de att nuvarande reglering bidrar till ett kortsiktigt fokus för styrelsen på bekostnad av ett mer hållbart tänkande. I denna del måste jag därför gå ett steg längre och jämföra bolagsstyrningen, som den ser ut i Sverige idag, med den modell som EU-kommissionen vill införa.

Inledningsvis är det av betydelse att utreda vilken teoretisk modell EU-kommissionens initiativ kan anses ge uttryck för. Det är viktigt eftersom det möjliggör en analys av vilka effekter en sådan modell kan få på den aktiebolagsrättsliga regleringen som genom tiderna präglats av aktieägarmodellen. EU-kommissionen uttryckte i konsekvensbedömningen att styrelsen ska:

> Take into account all stakeholders’ interests which are relevant for the long term sustainability of the firm or which belong to those affected by it (employees, environment, other stakeholders affected by the business, etc.)[229]

Uttalandet ger tydliga indikationer på att EU-kommissionen förespråkar en form av intressentmodell. Det blir ännu mer klart att så är fallet när det i studien fastlås att lösningen på kortsiktighet är att styrelsen ska balansera aktieägarnas intressen med andra gruppers intressen. De tar tydligt avstånd från vinstsyftet som exklusivt beslutskriterium.

Mot bakgrund av den slutsatsen är det intressant att klargöra vilken version av intressentmodellen som EU-kommissionen förespråkar. I konsekvensbedömningen förklarar EU-kommissionen att de vill ge intressenterna rättslig ställning genom att skapa verktyg för att göra styrelsen ansvarig när de underlåter att beakta ett legitimt intresse. Enligt min bedömning talar det för att EU-kommissionen lutar mot den mer radikala formen av intressentmodell. Mitt ställningstagande baseras på att EU-kommissionen vill ge rättsliga möjligheter att påverka bolaget till *alla* intressenter som har ett intresse i bolagets långsiktiga hållbarhet. EU-

[229] Inception impact assessment, s. 3.

kommissionen har inte gett någon tydlig förklaring till hur denna grupp ska identifieras men det kan konstateras att det finns många aktörer som kan adderas till kategorin.

Som en inledning till denna analys är det intressant att se huruvida EU-kommissionen har berört den generella kritik som intressentmodellen har utsatts för genom tiderna. Vid införandet av en modell som skiljer sig så pass mycket från nuvarande ordning borde det vara en självklarhet att alla eventuella konsekvenser berörs innan något förslag presenteras. Som jag tidigare antytt under avsnitt 2 har intressentmodellen nämligen utsatts för en hel del kritik från flera håll. Kritiken består framför allt i att modellen inte ger något svar på hur intressentkretsen ska avgränsas. Den förklarar inte hur styrelsen ska balansera dessa intressen och inte heller hur de ska gå till väga när intressena inte går att förena med varandra. Frågan är om EU-kommissionen reflekterat över dessa tänkbara problem? Baserat på det som framkommit i uppsatsen är svaret på den frågan nekande.

I likhet med den litteratur som behandlar intressentmodellen har EU-kommissionen i varken studien eller konsekvensbedömningen berört problematiken. I studien beskrivs samhället som en viktig intressentgrupp men det ges ingen närmare förklaring på hur den gruppen ska identifieras. Ska ”samhället” innefatta alla de medborgare som lever och verkar där i? Om så är fallet, vem ska representera den gruppen? Eller ännu viktigare, vilka åsikter ska anses ge uttryck för gruppens gemensamma vilja? Precis som Samuelsson lyfte kännetecknas våra samhällen av att vara värdepluralistiska. Det går alltså inte att påföra en sådan grupp ett gemensamt ställningstagande i en viss fråga då de med största sannolikhet kommer ha olika syn på problemet. Även i konsekvensbedömningen presenteras intressentgrupperna otydligt. EU-kommissionen anför att alla grupper som ”påverkas” av bolaget ska få status som intressentgrupp men det ges ingen förklaring på hur den gruppen ska fastställas. Beroende på hur generös en sådan bedömning är kommer en hel del aktörer att inkluderas i gruppen.

Vad gäller den andra kritiken har varken studien eller konsekvensbedömningen ens uppmärksammat att det potentiellt kan uppstå intressemotsättningar. De förklarar att styrelsen ska ha ett ansvar att balansera alla intressen men det lämnas ingen vägledning kring hur det ska gå till i praktiken. Inte nog med att det är otydligt *vilka* intressen styrelsen ska ta hänsyn till, det är lika vagt *hur* intresseavvägningen faktiskt ska gå till. Som tidigare berörts är möjliga konsekvenser av nu nämnda problematik att styrelsen får oacceptabla maktbefogenheter eller att de blir handlingsförlamade. Att EU-kommissionen inte ens har lyft fram dessa dilemman i de förslag som kan resultera i ny bindande lagstiftning för alla medlemsländer är djupt oroväckande.

Innan de olika problemområdena analyseras var för sig är det relevant att uppmärksamma och förstå bakgrunden till den svenska modellen. Jag anser nämligen att det är tydligt att lagstiftaren haft principal/agent-problematiken i åtanke när lagstiftningen designades. I utredningen som la grunden för 1975 års aktiebolagslag talas om hur viktigt det är att skapa en balans mellan bolagets olika organ. Utredaren pekar framför allt på att bolagets ledning intar en stark position i förhållande till övriga genom den insyn i bolaget som följer med uppdraget. Det blir ännu mer framträdande att principal/agent-problemet är ett dilemma när utredaren till och med föreslår

att det införs ett särskilt förvaltningsråd som ska övervaka bolagets ledning till förmån för aktieägarna. Att lagstiftaren beslutade att inte införa ett förvaltningsråd handlade inte om att behovet av övervakning var inbillat utan motiverades med att det hade medfört en otydlig ansvarsfördelning och ökad byråkratisering.

När aktiebolagslagen skulle revideras i slutet av 1990-talet uttryckte lagstiftaren en tydlig önskan om att stärka aktieägarnas ställning i bolaget. Ställningstagandet motiverades med att en fungerande marknadsekonomi möjliggörs genom att kapital allokeras till de bolag vars vinstutsikter är bäst. Sammantaget kan därför fastslås att principal/agent-problemet haft stor inverkan på lagstiftningens utformning genom tiderna och det talar för att problemet är ett faktum i den aktiebolagsrättsliga världen. Jag anser därmed att det finns en poäng med att studera lagstiftningen som den är samt så som EU-kommissionen föreslår i ljuset av principal/agent-problematiken.

Jag kommer nu i detalj analysera och kommentera de ändringar som EU-kommissionen vill genomföra med hjälp av de teorier som presenterats under avsnitt 2. Analysen tar sin utgångspunkt i hur den svenska regleringen är utformad idag samt bakgrunden till regleringen och ställer den mot EU-kommissionens förslag. En jämförelse av detta slag kommer synliggöra huruvida en harmonisering på EU-nivå är rätt väg att gå.

Det första problemområdet som EU-kommissionen lyfte fram var kopplat till ”styrelsens ansvar” och ”bolagets intresse”. Kort sagt anser EU-kommissionen att nuvarande reglering i medlemsländerna resulterar i att ”bolagets intresse” likställs med aktieägarnas intresse. De anser även att hållbarhetstänk inte omfattas av ”styrelsens ansvar”. Lösningen på problemet är att det införs en gemensam definition av ”bolagets intresse” som ska utgå från en balansering av olika intressentgruppers intressen. Därutöver ska styrelsen även bli skyldig att inkludera hållbarhetstänk i förvaltningen av bolaget. Inledningsvis kan konstateras att jag under den första frågeställningen redan har utrett huruvida styrelsen kan anses ha en plikt att ta hänsyn till hållbarhet inom ramen för förvaltningen. Svaret på den frågan var jakande och någon närmare analys behöver därför inte genomföras i det avseendet. Det räcker med att konstatera att nuvarande reglering redan tillgodoser det behov som EU-kommissionen vill fylla och ny reglering på den grunden kan därmed inte motiveras.

I fråga om förslagets genomförbarhet i praktiken har jag redan lyft fram de dilemman som modellen riskerar att ge upphov till. Det som kvarstår är därför att kommentera EU-kommissionens syn på ”bolagets intresse”. Som tidigare har nämnts anser övervägande del av de som förespråkar en aktieägarmodell att ”bolagets intresse” är och ska vara lika med aktieägarnas intresse. Argumentationen bygger framför allt på det faktum att aktieägarna intar en annan ställning än övriga intressenter i bolaget. Aktieägarna är nämligen residualintressenter vilket innebär att de alltid kommer att få betalt för sina fordringar på bolaget sist av alla vid en eventuell konkurs. Företrädare för modellen anser därmed att aktieägarna måste få en garanti på att styrelsen kommer driva bolaget i enlighet med deras intresse av att gå med vinst. Enligt min uppfattning är en sådan ordning också rimlig sett till att investeringsviljan förmodligen

hade avtagit om aktieägarna inte kände sig trygga med att deras kapital användes på bästa möjliga sätt.

EU-kommissionen inleder med att kommentera hur de anser att nuvarande reglering skapar ett stort tolkningsutrymme för styrelsen i ett aktiebolag. Enligt min mening öppnar deras förslag upp för ett ännu större tolkningsutrymme. Om ”bolagets intresse” är lika med aktieägarnas intresse av att gå med vinst är det tydligt hur styrelsen ska tänka vid beslutsfattandet. Om styrelsen ska ta hänsyn till en rad olika intressen samtidigt blir det svårt att avgöra vad som kan anses vara förenligt med ”bolagets intresse”. Konsekvensen blir att det indirekt blir styrelsen som bestämmer innebörden av ”bolagets intresse”. Är det verkligen rimligt att styrelsen, som är tillsatt av aktieägarna, ska ges sådana maktbefogenheter?

För att problematisera förslaget ännu mer kan det ses mot bakgrund av principal/agent-problemet. En ordning där styrelsen bestämmer vad som menas med ”bolagets intresse” kommer skapa en stor osäkerhet hos aktieägarna. De kommer inte längre kunna lita på att styrelsen faktiskt genomför de transaktioner som är mest förmånliga utifrån aktieägarnas perspektiv. Aktieägarna hade tvingats utöva mer övervakning av bolagets ledning för att säkerställa att deras investerade kapital inte används till fel ändamål. EU-kommissionens förslag i denna del kommer därför att öka agentkostnaderna, något som lagstiftaren genom tiderna strävat efter att minska.

Det andra förslaget som EU-kommissionen vill genomföra handlar om att förbjuda kvartalsrapportering för att minska styrelsens fokus på kortsiktighet. Det kan låta positivt att minska på pressen för styrelsen men samtidigt måste konstruktionen sättas i sitt sammanhang. Kvartalsrapportering möjliggör nämligen en insyn i bolagets angelägenheter för nuvarande och potentiella aktieägare. Sett utifrån principal/agent-problemet fyller kvartalsrapporteringen en övervakningsfunktion. Denna insyn är inte bara fördelaktig för aktieägarna utan möjliggör en insyn i bolaget även för övriga intressenter i samhället. Riskerna med att ta bort funktionen är att aktieägarna tappar lite av den kontroll de har över styrelsen vilket än en gång ökar styrelsens makt. Agentkostnaderna kommer därmed riskera att öka även här. Professorerna från Harvard uttryckte även en oro för ökad insiderhandel om förslaget genomförs.

Det tredje förslaget som EU-kommissionen la fram handlade om att göra det obligatoriskt för styrelsen att integrera hållbarhetshänsyn i bolagets affärsstrategi samt att sätta upp mätbara mål baserade på FN:s globala hållbarhetsmål. Som nämndes under den första frågeställningen kan styrelsen redan anses ha en skyldighet att ta hänsyn till hållbarhet inom ramen för förvaltningen av bolaget. Därför anser jag att även detta förslag tappar sin legitimitet då EU-kommissionen vill lagstifta om något som redan är ett faktum. En sådan bestämmelse hade därmed bara förtydligat ansvaret ännu mer och frågan är om det kan motiveras utifrån principen om subsidiaritet? För att subsidiaritetsprincipen ska vara uppfylld måste nämligen åtgärden vara nödvändig vilket innebär att den inte i tillräcklig grad kan uppnås av medlemsländerna. Jag anser att det är tveksamt om EU-kommissionens förslag i denna del uppfyller den grad av nödvändighet som krävs.

Angående delen om mätbara hållbarhetsmål är det utifrån ett principal/agent-perspektiv troligtvis något som hade ökat insynen i bolaget och därmed sänkt övervakningskostnaderna. Om det blir lättare att jämföra bolagens framsteg med varandra underlättar det också för aktieägarna när de ska välja vilka bolag de vill investera i. I förhållande till nuvarande ordning kan förslaget därmed innebära mer tydlighet kring styrelsens arbete vilket är positivt både utifrån aktieägarnas perspektiv och andra intressenter.

Det fjärde förslaget är kopplat till aktiebaserade styrelsearvoden. EU-kommissionen vill begränsa ledningens möjligheter att sälja sådana aktier. De vill även att hållbarhet ska inkluderas vid beslut om styrelsearvoden. Inledningsvis kan konstateras att beslut om styrelsearvoden är ett av de maktmedel som aktieägarna har fått inom ramen för aktiebolagets organisation. Genom att bestämma hur hög ersättning styrelseledamöterna får för sitt uppdrag kan de styra samarbetsviljan hos styrelsen. Genom att låta styrelsen få ersättning i form av aktier i bolaget minskas principal/agent-problemet då styrelsen kommer vilja att det går bra för bolaget. Att begränsa styrelsens möjlighet att sedan sälja sådana aktier skulle eventuellt vara positivt utifrån ett principal/agent-perspektiv då styrelsen blir bunden till bolaget under en längre tid. Det skulle dock samtidigt kunna betraktas som en inskränkning i aktieägarnas makt att bestämma vilket inte främjar en aktiv ägarfunktion. Även förslaget om att koppla styrelsearvoden till hållbarhetsarbetet i bolaget vållar problem då sådana värden många gånger är svåra att mäta. Det är lätt att dra slutsatser kring hur det går för bolaget rent ekonomiskt genom att kolla på räkenskaperna, men det är inte lika lätt att avgöra hur bolaget presterat på hållbarhetsområdet. Även i denna del anser jag att aktieägarnas inflytande i bolaget begränsas vilket påverkar deras position i bolaget.

Det femte förslaget som EU-kommissionen vill genomföra handlar om att reglera hur styrelsen väljs. De vill med sitt förslag införa en skyldighet för aktieägarna att ta hänsyn till hållbarhetsaspekter vid val av styrelse. Valet av styrelse är ett viktigt maktmedel för aktieägarna då de genom den bestämmelsen tillförsäkras en rätt att styra vilka som får uppdraget att förvalta deras investeringar. Enligt min mening framstår det som självklart att de som valt att investera i ett bolag även är de som ska välja vilka som ska leda bolaget. Utifrån ett principal/agent-perspektiv möjliggör nämligen styrelsevalen, så som de är utformade idag, en möjlighet för aktieägarna att rösta på de kandidater som förväntas förvalta bolaget på bästa möjliga sätt. Om en aktieägare upplever att den har förtroende för styrelsemedlemmarna kommer den inte känna ett lika stort behov av övervakning vilket i slutändan sänker agentkostnaderna. Att minska aktieägarnas makt i det avseendet kan därmed få stora konsekvenser för aktiebolagets organisation.

Det sjätte förslaget som EU-kommissionen tog upp var kopplat till intressenter och deras inverkan på affärsstrategin mot en hållbar utveckling. Konsekvenserna av en sådan konstellation har redan berörts ovan när det första förslaget kommenterades. Även det sjunde förslaget berör intressentgrupper och deras möjligheter att påverka bolaget. Här föreslår dock EU-kommissionen att intressentgrupperna även ska få rättsliga möjligheter att stämma styrelsen i domstol när de brister i sina skyldigheter. Här uppstår det problem då EU-kommissionen väljer att inkludera *alla* intressenter som har ett intresse i bolaget. Intressentkretsen är väldigt bred

och otydlig vilket öppnar upp för att nästan vem som helst kan initiera en domstolsprocess när deras intressen har åsidosatts. Inte nog med att styrelsen inte har några tydliga riktlinjer för hur de ska väga intressen mot varandra, de riskerar även att dras inför domstol om de inte lyckas.

Utöver att kommentera nu nämnda förslag är det även relevant att reflektera över huruvida EU-kommissionen kan anses ha mandat att genomföra ändringarna. Som redogjorts för under avsnitt 3 har förslagen mottagit enorm kritik från flera håll i världen. Flera av bidragen har valt att kommentera studiens brist på vetenskaplighet. Då jag inte genomfört någon utredning kring huruvida studien är baserad på vetenskap inom ramen för uppsatsen väljer jag att inte kommentera det närmare.

Det som jag däremot anser är viktigt att lyfta fram är subsidiaritetsprincipen. Som nämndes tidigare måste EU-kommissionen alltid göra en bedömning av om lagstiftningsåtgärderna ska vidtas på EU-nivå eller om medlemsländerna hanterar det bättre på nationell nivå. Subsidiaritetsprincipen förbjuder nämligen åtgärder vidtagna på EU-nivå om problemen kan hanteras mer effektivt hos medlemsländerna. I konskevensebedömningen förklarade EU-kommissionen att den miljökris EU står inför är global vilket motiverar åtgärder på EU-nivå. Det är enligt min mening ett ganska svagt argument för att få genomföra lagstiftning. Om det räcker med att EU-kommissionen bara konstaterar att det är fråga om ett globalt problem för att subsidiaritetsprincipen ska vara uppfylld kan principen inte anses fylla någon funktion överhuvudtaget. Många av de problem som EU handskas med är globala.

Den slutgiltiga frågan som jag ska ta ställning till är om EU-kommissionens initiativ borde genomföras? Baserat på det som framkommit i denna analys är mitt svar nekande. Efter en genomgång av förslagen utifrån ett principal/agent-perspektiv är det tydligt att EU-kommissionens initiativ kommer resultera i ökade agentkostnader för aktieägarna. Lagstiftaren har genom tiderna utformat lagstiftningen med målet att skapa en balans mellan de olika bolagsorganen. Det är även tydligt att lagstiftaren fokuserat på de relationer som i teorin skapar agentkostnader och skapat bestämmelser som strävar efter att reducera dessa. Varken EU-kommissionen eller förespråkare för intressentmodellen tar hänsyn till problemen. EU-kommissionens förslag kommer att stärka styrelsens makt i förhållande till övriga bolagsorgan, inte minst i förhållande till aktieägarna, vilket kommer omkullkasta den makthierarki som karaktäriserar aktiebolagets organisation idag. Det finns ingen garanti för att styrelsen kommer lyckas balansera samhällets olika intressen på ett effektivt sätt och därmed är det också ovisst om den hållbara utvecklingen kommer gynnas inom ramen för en sådan ordning. Min slutsats är därför att EU-kommissionens initiativ inte bör genomföras då det hade resulterat i otaliga problem för den aktiebolagsrättsliga organisationen och aktiebolaget som associationsform.

5.3 Avslutande reflektioner

EU-kommissionen har goda intentioner med förslagen, de vill inkludera företagen i resan mot ett hållbart samhälle fritt från miljökatastrofer. Det är inget fel på deras målsättning. Felet ligger i tillvägagångssättet. Den aktiebolagsrättsliga regleringen har existerat sedan 1848 och trots en rad omarbetningar är det en sak som stått fast, nämligen aktiebolagets vinstsyfte. Som tidigare

har nämnts fungerar vinstsyftet som ett skydd för aktieägarnas investeringar. På samma sätt fungerar den aktiebolagsrättsliga beslutshierarkin som ett skydd för aktieägarna. Skyddet existerar för att aktieägarna ska känna sig trygga i att investera i ett bolag. Jag anser att EU-kommissionens förslag i sin helhet riskerar att försvaga detta skydd och placera aktieägarna i en mindre förmånlig ställning. Det i sin tur kan resultera i att aktiebolaget inte längre anses vara en attraktiv form att driva verksamhet i. Det kan även leda till att investerare blir mindre benägna att placera kapital i aktiebolag. Mindre kapital gör det svårare för företag att expandera och utvecklas vilket kommer hämma innovationskraften i samhället. Så är verkligen hållbar bolagsstyrning som EU beskriver det nyckeln till ett grönare samhälle? En sak är i alla fall säkert, ett företag med kapitalbrist kommer inte vara gynnsamt för varken miljön, aktieägarna eller övriga intressentgrupper i samhället.

Käll- och litteraturförteckning

Internetkällor

Världsnaturfondens hemsida (WWF): *Klimatförändringarnas konsekvenser.* https://www.wwf.se/klimat/konsekvenser/ (Hämtad 2021-10-04)

Europeiska kommissionens officiella webbplats: *Hållbar bolagsstyrning.* https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Hallbar-bolagsstyrning_sv (Hämtad 2021-11-24)

Europeiska kommissionens officiella webbplats: *Konsekvensbedömningar.* https://ec.europa.eu/info/law/law-making-process/planning-and-proposing-law/impact-assessments_sv (Hämtad 2021-11-17)

Ekonomifaktas hemsida, *Nystartade företag per företagsform* https://www.ekonomifakta.se/fakta/foretagande/entreprenorskap/nystartade-foretag-och-foretagsform/ (Hämtad 2021-10-04)

Litteratur

Adestam, Johan, Nerep, Erik, Samuelsson, Per, *Aktiebolagslagen – En kommentar Kapitel 1-6,* Visby, Karnov Group, 2019

Arvidsson, Niklas, *Aktieägaravtal – Särskilt om besluts- och överlåtelsebindningar,* Stockholm, Thomas Reuters Professional AB, 2011

Bergström, Claes, Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem,* 5 uppl, Visby, Nordstedts juridik, 2015

Berle, Adolf, Means, Gardiner, *The modern corporation and private property,* New York, The Macmillan Company, 1932

Crane, Andrew, Matten, Dirk, *Business ethics: A European Perspective,* Oxford University Press, 2004

Dotevall, Rolf, *Fördjupning och komparativ belysning,* 1 uppl, Nordstedts juridik, 2015

Dotevall, Rolf, *Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör,* Stockholm, Nordstedts, 1989

Freeman, Edward, *Strategic management a stakeholder approach,* Cambridge University Press, 2010

Friedman, Milton, *A Friedman doctrine – The social responsibility of business is to increase its profits,* New York times magazine, 1970

Jensen, Michael, Meckling, William, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure,* Journal of financial economics 3 305-360, 1976

Johansson, Svante, *Nials svensk associationsrätt i huvuddrag,* uppl 9, Visby, Nordstedts juridik AB, 2007

Kraakman Reinier [et. al.], *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach,* 3 uppl, Oxford, Oxford University Press, 2017

Lindskog, Stefan, *Aktiebolagslagen 12:e och 13:e kap. Kapitalskydd och likvidation,* 2 uppl, Stockholm, 1995

Lundahl, Ulf, Skärvard, Hugo, *Intressentmodellen i teori och praktik,* Svenska arbetsgivareföreningen, *Företagets intressenter och kontrakt – Nya synpunkter på intressentteorin,* Stockholm, Nordstedt och Söner, 1982

Moberg, Krister, Valentin, Niklas, Åkersten, Peter, *Bolagsrevisorn – oberoende, ansvar, tystnadsplikt,* 4 uppl, Finland, Nordstedts juridik AB, 2014

Nial, Håkan, *Om klanderbara och ogiltiga bolagsstämmobeslut,* Stockholm, Bröderna Siösteens Boktryckeri, 1934

Ohlson, Göran, *Vikten av vinst – En studie om syftets betydelse i bolagsstyrning,* Uppsala, Iustus förlag AB, 2012

Rhenman, Eric, *Företagsdemokrati och företagsorganisation,* Stockholm, Pan/Nordstedts, 1967

Rodhe, Knut, *Medbestämmandelagen och aktiebolagslagen*, Svensk juristtidning, 1977, s. 295-298

Samuelsson, Per, *Konkurrerande modeller för bolagsstyrning,* Nyström, Birgitta, Westregård, Annamaria, Vogel, Hans-Heinrich, *Liber amicorum Reinhold Fahlbeck,* Lund, 2005

Sandgren, Claes, *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare,* 5e uppl, Visby, Nordstedts juridik AB, 2021

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt,* 7 uppl, Indien, Nordstedts juridik AB, 2020

Sevenius, Robert, Örtengren, Torsten, *Börsrätt,* 5 uppl, Lund, Studentlitteratur, 2021

Sjåfjell, Beate, *Towards a Sustainable European Company Law – A Normative Analysis of the Objectives of EU Law, with the Takeover Directive as a Test Case,* Nederländerna, Wolters Kluwer Law & Business, 2009

Skog, Rolf, *Om betydelsen av vinstsyftet i aktiebolagslagen,* Svensk juristtidning, 2015, s 11-18

Skog, Rolf, *Rodhes Aktiebolagsrätt,* 26 uppl, Visby, Nordstedts juridik AB, 2020

Skog, Rolf, *Bolagsstyrning för hållbarhet,* Kodkollegiet för svensk bolagsstyrning Årsrapport 2020

Stattin, Daniel, *Företagsstyrning – En studie av aktiebolagsrättens regler om ägar- och koncernstyrning,* 2 uppl, Uppsala, 2008

Stattin, Daniel, *Aktiebolagets funktion,* 1 uppl, Uppsala, Iustus förlag, 2021

Stout, Lynn, *The shareholder value myth,* 1 uppl, San Francisco, Berett-Koehler Publishers, 2012

Åhman, Ola, *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten – Om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt,* Uppsala, Iustus förlag AB, 1997

Offentligt Tryck

Europeiska unionens offentliga tryck

COM (2019) 640 final, Communication from the Commission to the European parliament, the European council, the Council, the European economic and social committee and the Committee of the regions: The European Green Deal.

Europaparlamentets och Rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG

Europaparlamentets och Rådets direktiv (EU) 2017/828 av den 17 maj 2017 om ändring av direktiv 2007/36/EG vad gäller uppmuntrande av aktieägares långsiktiga engagemang

Europaparlamentets och Rådets direktiv 2014/95/EU av den 22 oktober 2014 om ändring av direktiv 2013/34/EU vad gäller vissa stora företags koncerners tillhandahållande av icke-finansiell information och upplysningar om mångfaldspolicy

Fördraget om Europeiska unionens funktionssätt (konsoliderad version)

Fördraget om Europeiska unionen (konsoliderad version)

Inception impact assessment, *Sustainable corporate governance,* Ref. Ares(2020)4034032-30/07/2020

Study on directors' duties and sustainable corporate governance, final report, July 2020

Förenta nationernas offentliga tryck

Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future, 1987

Svenskt offentligt tryck

Aktiebolagslagen (2005:551)

Prop. 1895:6 Kongl. May.ts nådiga proposition till Riksdagen, med, förslag till lag om handelsbolag och enkla bolag, lag om aktiebolag

Prop. 1973:93 Kungl. Maj:ts proposition med förslag till lag om konvertibla skuldebrev m.m

Prop. 1975:103 Regeringens proposition med förslag till ny aktiebolagslag

Prop. 1997/98:99 Aktiebolagets organisation

Prop. 2004/05:85 Ny aktiebolagslag

SOU 1941:9 Lagberedningens förslag till lag aktiebolag m.m

SOU 1971:15 Förslag till aktiebolagslag m.m.

SOU 2004:130 Svensk kod för bolagsstyrning. Betänkande av Kodgruppen.

Remissvar

Bassen, Alexander, Lopatta, Kerstin, Ringe, Wolf-George, *Sustainable Corporate Governance Initiative of the Directorate- General for justice and Consumers,* Hamburg, 2020

Edman, Alex, *Response to the EU Commission Study on Sustainable Corporate Governance,* London, 2020

Electrolux AB, *Roadmap on Sustainable corporate governance – some comments,* 6 October 2020

Ernst & Young AB, *Response to the European Commission's roadmap on sustainable corporate governance,* Stockholm, 8 October 2020

Government offices of Sweden, *The Swedish Government's response to the public consultation on the proposal for an initiative on Sustainable Corporate Governance,* 8 februari 2021

Hansen, Sören Friis, Lilja, Troels Michael, *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance,* Copenhagen, 2020

Investor AB, AB Industrivärlden, Kinnevik AB, Nordstjernan AB, L E Lundbergföretagen AB, *EU Corporate governance roadmap: Detailed regulation of corporate governance risks undermining sustainable ownership,* Stockholm, 5 October 2020

Landsorganisation i Sverige (LO), *Response to the European Commission's roadmap on sustainable corporate governance,* Stockholm, 8 October 2020

Andersen, Paul, Bergpórsson, Andri, Bråthen, Tore [et. al.], *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars,* 2020

Ohnemus, Lars, Richter, Claus, Thomsen, Steen, *Consultation on 'Study on directors' duties and sustainable corporate governance',* Frederiksberg, 2 October 2020

Roe, Mark J, Spamann, Holger, Fried, Jesse M, Wang, Charles, *The EY Sustainable Corporate Governance Report's Major Flaws: Discussion and Analysis,* 2020

StyrelseAkademien, *Re. The European Commission report Study on directors' duties and sustainable corporate governance, and the Inception Impact Assessment, based on this report,* Stockholm, 25 September 2020

Svenskt näringsliv, *European Commission's Roadmap on sustainable corporate governance – Comments by the Confederation of Swedish enterprise,* Stockholm, 8 October 2020