

# Om kravet på oberoende styrelseledamöter\*

ERIK LIDMAN

”Independent directors – that is the answer, but what is the question?”<sup>1</sup>

## 1. Inledning

I Svensk kod för bolagsstyrning<sup>2</sup> stadgas i avsnitt 4 om styrelsens sammansättning att ”[m]ajoriteten av de bolagsstämموvalda styrelseledamöterna ska vara oberoende i förhållande till bolaget och bolagsledningen” samt att minst två av dessa ledamöter även ska vara ”oberoende i förhållande till bolagets större aktieägare”.<sup>3</sup> Kravet på oberoende styrelseledamöter har funnits med sedan Koden infördes 2005.<sup>4</sup> Motsvarande krav finns i dag i de flesta länders bolagsstyrningskoder, eller i motsvarande regler.<sup>5</sup>

Även om oberoende styrelseledamöter ofta betraktas som synonymt med god bolagsstyrning kan kravet på oberoende styrelseledamöter i svensk

\* Har tidigare publicerats i boken Festskrift till Svante Johansson, Norstedts Juridik, Stockholm, 2024.

<sup>1</sup> Gordon (2007), *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: of Shareholder Value and Stock Market Prices*, Stanford Law Review 59(6), s. 1468.

<sup>2</sup> Nu gällande version utfärdad den 1 januari 2024 av Kollegiet för svensk bolagsstyrning och tillgänglig på: [https://bolagsstyrning.se/gallande\\_kod](https://bolagsstyrning.se/gallande_kod), i det följande ”Koden”.

<sup>3</sup> Se punkt 4.4–4.5 i Koden. I Koden föreskrivs i punkt fyra angående styrelsens storlek endast att styrelsen ”ska ha en storlek och sammansättning som säkerställer dess förmåga att förvalta bolagets angelägenheter med integritet och effektivitet”, och sålunda inget kvantitativt krav på antalet ledamöter. Enligt en undersökning genomförd av PWC har den genomsnittliga styrelsen i ett svenskt noterat bolag sex ledamöter, se PWC (2024), *Svenska styrelsers ersättningar och arbetssätt*, PWC Styrelseundersökning 2024.

<sup>4</sup> Äldre versioner av Koden finns tillgängliga på: <https://bolagsstyrning.se/koddokument>. Ursprungligen fanns oberoendekravet i punkt 3.2.4–3.2.5.

<sup>5</sup> Se OECD (2023), *OECD Corporate Governance Factbook 2023*, OECD Publishing, s. 137 f.

bolagsstyrning framstå som något besynnerligt.<sup>6</sup> Som Svante Johansson tydligt visat är förhållandet mellan styrelsen och aktieägarna i svensk aktiebolagsrätt okomplicerat. Ägarna väljer som kollektiv styrelse, i noterade bolag på förslag av den av stämman tillsatta valberedningen, och bestämmer dess arvode, och styrelsen har att följa aktieägarnas anvisningar.<sup>7</sup> Man kan redan mot den enkla utgångspunkten fundera på varför det finns ett krav på oberoende styrelseledamöter i Koden. Det är temat för denna artikel.

Artikeln är disponerad som följer. I avsnitt 2 sägs först något kort om det rättsliga förhållandet mellan styrelsen och aktieägarna och om rollen som styrelseledamot. Idén och teoribildningen om att uppställa krav på oberoende styrelseledamöter i noterade bolag, låt oss för språklig enkelhets skull kalla den för *oberoendekravet*, är något man i Sverige adopterade från utländska bolagsstyrningssystem, och kravet har sitt ursprung i USA. För att förstå skälen bakom oberoendekravet behandlas därför i avsnitt 3 den ekonomiska utvecklingen som låg bakom oberoendekravets uppkomst i USA och hur kravet sedan spred sig till Europa via Storbritannien, fram till tidigt 2000-tal då Koden utfärdades för första gången och oberoendekravet infördes i Sverige i den form kravet har i dag. I avsnitt 4 presenteras några avslutande reflektioner avseende hur syftena bakom oberoendekravet relaterar till den svenska bolagsstyrningsmodellen. Artikeln syftar till att besvara den inledande citerade frågan från ett svenskt perspektiv – ”*Independent directors – that is the answer, but what is the question?*”

## 2. Kort om den svenska modellen för bolagsstyrning och förhållandet mellan styrelse och aktieägare

Relationen mellan aktieägare och bolagsstyrelsen är i många rättsordningar komplicerad och formas i stor utsträckning av nationella juridiska och ekonomiska faktorer. I litteraturen brukar en indelning göras mellan rättsordningar som följer den *kontinentala* respektive den *angloamerikanska* modellen för bolagsstyrning. Den *kontinentala modellen*, som brukar sägas ha sitt

<sup>6</sup> Jämför till exempel Hansen (2013), *Active Owners and Accountable Directors*, i *Boards of Directors in European Companies – Reshaping and Harmonising Their Organisation and Duties*, Kluwer Law International, s. 243: ”You would never find a lawyer saying: what is in a name? We know too well that you can frame an argument simply by choosing the right words. Who would oppose ‘independent’ directors?”

<sup>7</sup> Se till exempel Johansson (2022), *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, Norstedts Juridik uppl. 13, s. 131; samt Johansson (2023), *Styrelseledamots arbetsuppgifter*, *Insolvensrättslig tidskrift* nr. 1, s. 19.

ursprung i tysk och fransk rätt, kan något förenklat sägas vara baserad på en maktfördelning mellan styrelse<sup>8</sup> och aktieägare (bolagsstämman) där respektive organ har sina exklusiva kompetensområden.<sup>9</sup> I dessa rättsordningar (inklusive Tyskland och Frankrike) är aktieägarnas inflytande generellt mycket begränsat, och utgångspunkten är att aktieägarna endast har inflytande över vissa i lagen angivna frågor. I Tyskland (i *Aktiengesellschaft*) saknar aktieägarna allt direkt inflytande över bolagets ledning. De är i stället hänvisade till att utse medlemmarna i ”övervakningsstyrelsen” (*Aufsichtsrat*) som i sin tur väljer, övervakar och fattar beslut om arvode för bolagsledningen och den ”verkställande styrelsen” (*Vorstand*),<sup>10</sup> och därutöver ges inflytande i specifika frågor om utdelning, val av revisor, bolagsordningsändringar, ändringar av aktiekapitalet och vissa väsentliga tillgångsöverlåtelser.<sup>11</sup> I Frankrike (i *société anonyme*) kan ordningen variera något eftersom franska bolag kan välja mellan en *one- och two-tier board model*. Generellt kan dock sägas att aktieägarnas inflytande är begränsat på samma sätt som i Tyskland. De ges möjlighet att besluta i vissa specifika frågor, såsom val av styrelse, fastställande av resultat- och balansräkning och utdelning (inklusive återköp), val av revisor, godkännande av närståendetransaktioner, och revideringar av bolagsordningen, men i frågor där kompetens inte specifikt ges har aktieägarna inte beslutanderätt.<sup>12</sup>

I den *angloamerikanska modellen* där oberoendekravet som vi ska se har sitt ursprung görs i grunden inte en sådan uppdelning mellan aktieägarnas

<sup>8</sup> Inte sällan i två nivåer, en tillsynsstyrelse/överstyrelse och en operativ styrelse, i tysk rätt *Aufsichtsrat* respektive *Vorstand*. Samma strukturer (en så kallad *two-tier board model*, att skilja från en *one-tier model* där det endast finns en nivå av styrelse vilket i princip är fallet i Sverige även om den verkställande direktören också är ett särskilt bolagsorgan) förekommer numera bland annat även i Belgien, Frankrike, Nederländerna, Schweiz och Österrike, se OECD (2023), *OECD Corporate Governance Factbook 2023*, OECD Publishing, s. 136.

<sup>9</sup> Se till exempel Dotevall (2016), *Aktiebolagsrätt – fördjupning och komparativ belysning*, Norstedts Juridik, s. 204–205; samt Kraakman et al. (2017), *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, s. 50.

<sup>10</sup> Jämför härvid Jensens och Rubacks definition av kontroll, ”The rights to hire, fire and set the compensation of top-level managers”, Jensen & Ruback (1983), *The market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, Journal of Financial Economics 11(1), s. 7.

<sup>11</sup> Aktieägarna måste också godkänna sådana beslut av ledningen som på ett väsentligt sätt kan påverka aktieägarnas rättigheter och ekonomiska ställning, såsom försäljning eller uppdelning av en affärsenhet i ett dotterbolag om affärsenheten genererar en betydande del av bolagets intäkter. Se till exempel Pearce (2024), *In Depth Corporate Governance*, Lexology uppl. 14, s. 80–81.

<sup>12</sup> Se Pearce (2024), *In Depth Corporate Governance*, Lexology uppl. 14, s. 62–63.

respektive ledningens kompetens. Den angloamerikanska modellen har dock utvecklats i miljöer där ägandet i de noterade bolagen generellt varit så spritt att aktieägare som huvudregel varit helt passiva, varför bolagsledningen i länder som följer denna modell typiskt sett ges ett betydligt större mandat i bolagets styrning. I vissa fall har ledningen likväl en skyldighet att lägga fram vissa frågor för beslut vid stämman, men inte sällan är då stämmans beslut rådgivande snarare än bindande.<sup>13</sup> Bolagsledningar i åtminstone USA kan även avstå från att inkludera aktieägarförslag i kallelsen som bedöms utgöra ”micromanagement” (efter godkännande från *Securities and Exchange Commission* [SEC]).<sup>14</sup>

Svensk och nordisk rätt låter sig dock inte enkelt placeras i någon av dessa två modeller. I stället brukar man tala om en egen *svensk* eller *nordisk* modell för bolagsstyrning. Litteraturen om den svenska eller nordiska bolagsstyrningsmodellen (i det följande den svenska) är numera omfattande.

Se Lekvall (2014), *The Nordic Corporate Governance Model*, SNS Förlag (ett ”standardverk” som först bör nämnas), Andersen et al. (2020), *Response to the Study on Directors’ Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars*, Nordic and European Company Law Working Paper nr. 20–12; Andersen et al. (2022), *Response to the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence*, Nordic and European Company Law Working Paper nr. 22–01; Arranz-Aperte & Strand (2023), *The Nordic Nomination Committee and Board Tenure: An Empirical Investigation*, Revista Española de Financiación y Contabilidad 52(1), s. 66–92; Beusch (2023), *The Nordic Countries’ Corporate Governance Model*, i *Corporate Governance in a Nordic Setting: The Case of Sweden*, s. 41–52, De Gruyter; Beusch (2023), *A Nordic Approach to Corporate Governance*, DeGruyter; Elson et al. (2017), *FMA Roundtable on New Developments in European Corporate Governance*, Journal of Applied Corporate Finance 74(4), s. 16–26; Gilson (2014), *The Nordic Model in an International Perspective*, i *The Nordic Corporate Governance Model*, SNS Förlag, s. 94; Gregoric, Oxelheim, Randøy & Thomsen (2009), *Corporate Governance as a Source of Competitiveness for Nordic Firms*,

<sup>13</sup> Se till exempel Kraakman et al. (2017), *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, s. 50–51. Notera att aktieägare i USA under SEC Exchange Act Rule 14a-8 (Shareholder Proposal Rule) har en rätt att föreslå beslut till bolagsstämman, men att denna förslagsrätt i olika hänseenden är kraftigt begränsad både till form och innehåll.

<sup>14</sup> Se till exempel Bainbridge (2016), *Revitalizing SEC Rule 14a-8’s Ordinary Business Exclusion: Preventing Shareholder Micromanagement by Proposal*, Fordham Law Review 85(2), s. 705.

Nordic Innovation Centre; Hansen (2024), *The Nordic Approach to Corporate Governance and ESG*, i *Research Handbook on Environmental, Social and Corporate Governance*, Edward Elgar; Hansen (2013), *Active Owners and Accountable Directors*, i *Boards of Directors in European Companies – Reshaping and Harmonising Their Organisation and Duties*, Kluwer Law International, s. 243; Henrekson & Jakobsson (2011), *Globaliseringen och eroderingen av den svenska modellen för bolagsstyrning*, IFN Policy Papers nr. 48; Jonsdottir et al. (2023), *The Influence of an Ownership Strategy on Board Dynamics*, *Journal of Management & Governance* 11; Klaus (2015), *A Political Narrative of Nordic Corporate Governance: Shareholders, Stakeholders and Change of Control*, *European Company and Financial Law Review* 12(4), s. 489–538; Lekvall (2009), *The Swedish Corporate Governance Model*, i *The Handbook of International Corporate Governance*, Institute of Directors; Morsing & Strand (2014), *CSR and Beyond: A Nordic Perspective*, *Corporate Communications* 19(3), s. 318–322; Oxelheim, Gregoric, Randøy & Thomsen (2013), *On the Internationalization of Corporate Boards: The Case of Nordic Firms*, *Journal of International Business Studies* 44(3), s. 173–194; Ringe (2016), *German versus Nordic Board Models: Form, Function, and Convergence*, *Nordic Journal of Business* 65(1), s. 27–40; Sjöstrand et al. (2016), *Nordic Corporate Governance: An Extensive In-Depth Study of Corporate Governance and Board Practices in 36 Large Companies*, Stockholm School of Economics Institute for Research; Strand (2017), *Strategic Management in the Era of Cooperation: Toward a Theory of Scandinavian Cooperative Advantage*, CBS Working Paper Series 17/1; Strand & Arranz-Aperte (2020) *Aktieägare och valberedningar*, *Nordisk Tidsskrift för Selskabsret* 22(2–3), s. 45–59; Strand & Edward Freeman (2013), *Scandinavian Cooperative Advantage: The Theory and Practice of Stakeholder Engagement in Scandinavia*, *Journal of Business Ethics* 127(1), s. 65–87; Strand, Freeman & Hockerts (2015), *Corporate Social Responsibility and Sustainability in Scandinavia: An Overview*, *Journal of Business Ethics* 127(1), s. 1–15; Thomsen (2016), *Nordic Corporate Governance Revisited*, *Nordic Journal of Business* 65(1), s. 4–12; Thomsen (2016), *The Nordic Corporate Governance Model*, *Management and Organization Review* 12(1), s. 189–204; samt Thomsen, Rose & Kronborg (2016), *Employee Representation and Board Size in the Nordic Countries*, *European Journal of Law and Economics* 42(3), s. 471–490.

I den svenska bolagsstyrningsmodellen, som vuxit fram på en marknad där ägandet typiskt sett varit mer koncentrerat och de flesta börsbolag haft en eller flera stora aktieägare, finns (i princip) inte en uppdelning i man-

datet mellan styrelsen och aktieägarna som i den kontinentala modellen. I stället är den starka huvudregeln i aktiebolagsrätten att aktieägarna är fria att styra bolaget på det sätt de finner lämpligt. Aktieägarna i ett svenskt aktiebolag är således behöriga att genom bolagsstämman fatta beslut i nästan alla frågor som rör bolaget genom bolagsstämman, och de reglerade processerna för beslutsfattande och styrning är konstruerade för att säkra detta aktieägarinflytande.<sup>15</sup> Till skillnad från i den angloamerikanska modellen för bolagsstyrning är vidare utgångspunkten att det är *aktieägarna* (genom bolagsstämman) som har den yttersta bestämmanderätten över bolaget, och styrelsen är skyldig att följa stämmans beslut såvida dessa inte strider mot aktiebolagslagen (2005:551), tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen (som bolagsstämman dock med vissa begränsningar är behörig att ändra) och så länge besluten inte går så långt att de begränsar styrelsens handlingsfrihet i en sådan utsträckning att styrelsen inte längre kan fullgöra funktionen som högsta förvaltningsorgan.<sup>16</sup> I den svenska och nordiska litteraturen på området är det därför vanligt att aktieägarna (eller bolagsstämman) beskrivs som *omnipotent*,<sup>17</sup> en ställning aktieägare haft i svensk rätt sedan

<sup>15</sup> Se 7 kap. 1 § aktiebolagslagen. Se vidare Johansson (1992), *The Allocation of Power between the Management and the General Meeting of Shareholders*, Scandinavian Studies in Law 36, s. 123.

<sup>16</sup> Se prop. 1974:103 s. 236, samt i litteraturen bland andra Andersson, Johansson & Skog (2018), *Aktiebolagslagen – en kommentar*, Norstedts Juridik upplaga 18, avsnitt 7:1, samt Bävestam & Lindblad (2007), *Till frågan om bolagsstämman har en oskriven exklusiv kompetens – även som frågan om stämman i så fall har ensamrätt att besluta om avnotering*, Juridisk Tidskrift, 2007/08(8), s. 225. Därtill gäller vissa begränsningar i fråga om vinstutdelning och minskning av aktiekapital (se 18 kap. 1 § samt 20 kap. 3 § aktiebolagslagen), och möjligen även beträffande utseende av verkställande direktör, se Johansson (2023), *Styrelseledamots arbetsuppgifter*, *Insolvensrättslig tidskrift* nr. 1, s. 19.

<sup>17</sup> En ställning som hänger samman med aktieägarnas roll som residualtagare, se till exempel SOU 1995:44 s. 127; Åhman (1997), *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten – om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt*, Iustus Förlag, s. 599; Isaksson & Çelik (2013), *Who Cares? Corporate Governance in Today's Equity Markets*, OECD Corporate Governance Working Papers nr. 8, s. 38; Startin (1999), *Moderbolags skadeståndsrättsliga ansvar i koncernförhållanden*, SvJT, s. 873; Hansen & Lønfeldt (2014), *Corporate Governance in Denmark*, i *The Nordic Corporate Governance Model*, SNS Förlag, s. 128; samt Bävestam (2001), *Aktiebolagsstyrelsens möjligheter att delegera sina uppgifter med ansvarsreducerande verkan*, Juridisk Tidskrift 2001/02(2), s. 267. Angående residualtagare, se till exempel Easterbrook & Fischel (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, s. 46 ff., särskilt s. 67. Jämför också den diskussion som länge förts angående om stämman har en oskriven exklusiv stämmokompetens, se särskilt Åhman (1997), *Behörighet och befogenhet i aktiebolagsrätten – om aktiebolagets ställföreträdare och gränserna för deras representationsrätt*, Iustus Förlag, s. 599 ff.

införandet av den första aktiebolagslagen 1848<sup>18</sup> och som har kommit att systematiskt genomsyra svensk aktiebolagsrätt och svensk bolagsstyrning.<sup>19</sup> Det kan noteras att denna långtgående rätt för aktieägarna att besluta i bolagets verksamhetsfrågor inte bara sticker ut internationellt, utan ofta möts med skepsis från jurister i andra länder, som inte tycker att det är aktieägarnas sak att lägga sig i ledningens operativa ansvar.<sup>20</sup>

Som en spegling av ägarrollen är styrelsens mandat i svensk bolagsstyrning att driva bolaget i aktieägarnas kollektiva intresse, och att övervaka ledningens arbete å aktieägarnas vägnar.<sup>21</sup> Revisorn har vidare att, också å aktieägarnas vägnar, granska bolagets ekonomi samt styrelsens och den verkställande direktörens förvaltning, och i övrigt följa aktieägarnas anvisningar så länge dessa inte strider mot lag.<sup>22</sup> Utmärkande och särskilt viktigt i detta sammanhang är också att det är aktieägarna som självständigt nominerar och väljer styrelse och revisor, bestämmer deras arvoden, och, när det gäller styrelsen, när som helst kan fatta beslut om att avsätta den.<sup>23</sup> Det är viktigt att notera att detta inte ”bara” är en legal rätt där den styrelse som i prak-

<sup>18</sup> Se Dotevall (2016), *Aktiebolagsrätt – fördjupning och komparativ belysning*, Norstedts Juridik, s. 205.

<sup>19</sup> Se till exempel avsnitt II.1–2 i Kodens (kursivering tillagd): ”I förarbetena till den svenska aktiebolagslagen *betonas vikten av en aktiv ägarfunktion i bolagen*. Aktieägarna svarar för näringslivets försörjning av riskkapital men bidrar också till effektivitet och förnyelseförmåga i enskilda företag och näringslivet i stort genom att köpa och sälja aktier men också genom att *delta i och utöva inflytande på bolagsstämman*. Genom aktieägarnas aktiva stämmodeltagande främjas en väl avvägd maktbalans mellan ägare, styrelse och bolagsledning. [...] Det forum där aktieägarnas inflytande utövas är bolagsstämman, som är aktiebolagets högsta beslutande organ. *Stämman kan avgöra varje fråga i bolaget, som inte uttryckligen faller under ett annat bolagsorgans exklusiva kompetens. Annorlunda uttryckt har bolagsstämman en överordnad ställning i förhållande till bolagets styrelse och verkställande direktör.*” För ett komparativt perspektiv, se Gilson (2014), *The Nordic Model in an International Perspective*, i *The Nordic Corporate Governance Model*, SNS Förlag, s. 94.

<sup>20</sup> Jag deltog 2022 i en panel vid *Global Corporate Governance Colloquia* i Oxford där relationen mellan aktieägare och styrelse i olika länder diskuterades. När jag där sa att aktieägarna i Sverige har möjlighet att med för ledningen bindande verkan besluta om allt från nyemissioner till färgen på de pennor som ska finnas i kopianrummet så var reaktionen från deltagarna, särskilt de från Singapore, Tyskland och USA, att svensk bolagsstyrning var barbarisk och långt i bakvattnet. Även om mitt språk nog var mindre färgstarkt så framgick det sannolikt alltjämt att synen var ömsesidig. Middagsdiskussionen blev livad.

<sup>21</sup> Detta återspeglas till exempel i 8 kap. 4 § aktiebolagslagen i hur styrelsen ansvarar för bolagets organisation och förvaltning av bolagets angelägenheter, och inte kan delegera detta ansvar med ansvarsbefriande verkan. Angående styrelsens civilrättsliga ansvar för dessa skyldigheter, se 29 kap. 1 § aktiebolagslagen.

<sup>22</sup> Se 9 kap. 3 och 4 §§ aktiebolagslagen.

<sup>23</sup> Se 7 kap. 8 § aktiebolagslagen angående styrelsen, och 9 kap. 8 § angående revisor.

tiken föreslås till bolagsstämman är den som väljs, utan att även processen är reglerad i bolag vars aktier är noterade på en reglerad marknad, för att säkra aktieägarnas inflytande. Koden föreskriver härvid att bolaget ska ha en *valberedning* som ska vara styrd av ägarna och bereda stämmans beslut om val och arvodering av styrelse och revisor.<sup>24</sup> Valberedningen ska bestå av minst tre ledamöter, vilka utses enligt en av stämman beslutad metod eller väljs direkt av stämman. Vanligen beslutas vid stämman att de tre till fem (oftast fyra) största aktieägarna per en viss dag ska få utse varsin ledamot till valberedningen, där någon av dessa också blir valberedningens ordförande. Vidare ingår normalt också den sittande styrelsens ordförande i valberedningen som ledamot, eller så beslutas att denne ska adjungeras. Detta innebär i normalfallet att de aktieägare som får utse ledamöter till valberedningen tillsammans representerar mer än femtio procent av aktierna och rösterna i bolaget, och att valberedningen består av en blandning av ”traditionella huvudägare” och institutionella ägare.<sup>25</sup>

### 3. Oberoendekravets ursprung och utveckling

Oberoendekravet har sitt ursprung i USA, och därifrån spred sig kravet via Storbritannien till Europa och Sverige. I avsnitt 3.1–3.2 behandlas tillkomsten av kravet i USA, i avsnitt 3.3 den tidiga utvecklingen i Storbritannien, och i avsnitt 3.4 hur oberoendekravet kom att införas i EU. I avsnitt 3.5 behandlas hur kravet infördes i Sverige.

<sup>24</sup> Se punkt 2 i Koden som stadgar följande: *Val och arvodering av styrelse och revisor ska beredas genom en av ägarna styrd, strukturerad och bekantgjord process, som skapar förutsättningar för väl underbyggda beslut. Valberedningen är bolagsstämmans organ med enda uppgift att bereda stämmans beslut i val och arvodesfrågor samt, i förekommande fall, procedurfrågor för nästkommande valberedning. Valberedningens ledamöter ska, oavsett hur de utsetts, tillvarata samtliga aktieägares intresse och inte obehörigen röja vad som förekommit i valberedningsarbetet. En valberedningsledamot ska innan uppdraget accepteras noga överväga huruvida en intressekonflikt eller andra omständigheter föreligger, som gör det olämpligt att medverka i valberedningen.*

<sup>25</sup> Baserat på en genomgång av valberedningarnas sammansättning enligt stämmoprotokoll från 2022 i de 100 största bolagen på Nasdaq Stockholm i kombination med data från Holdings.

### 3.1 Bakgrunden: styrelsens sammansättning och tillsättande i USA innan oberoendekravet

Förklaringarna till oberoendekravets tillkomst i USA för cirka femtio år sedan är flera och komplexa.<sup>26</sup> Temat är emellertid relativt välbehandlat i den amerikanska rättsvetenskapliga litteraturen och huvudlinjerna i utvecklingen framstår som klara och tämligen intressanta från ett svenskt perspektiv. Ett utmärkande drag för amerikansk bolagsstyrning som varit avgörande för oberoendekravets tillkomst och som från ett svenskt perspektiv framstår som annorlunda är hur styrelsens sammansättning historiskt har sett ut och hur styrelsens ledamöter tillsatts. Tre karaktäristiska drag märks särskilt.

För det första har styrelserna i amerikanska bolag historiskt till största del bestått av ledamöter som antingen varit anställda i bolaget, normalt i bolagsledningen (*management*) eller som på andra sätt varit "affilierade" personer, till exempel av bolaget anlidade bankirer eller advokater. Enligt tillgänglig empirisk data bestod styrelserna i större amerikanska börsbolag under perioden 1950–1975 (som vi ska se var den tid innan oberoendekravet fick fäste) till cirka 50 procent av bolagsanställda ledamöter och till cirka 30 procent av andra till bolaget "affilierade" personer. Endast 20 procent av styrelseledamöterna var således under denna period externa i förhållande till bolaget, i den mening att de varken var anställda i eller på annat väsentligt sätt anlidade av bolaget.<sup>27</sup> Först under 1990-talet kom bolagsstyrelserna i USA att till mer än hälften bestå av externa styrelseledamöter (efter oberoendekravets införande).<sup>28</sup>

För det andra har den verkställande direktören (*CEO*) i större noterade amerikanska bolag historiskt sett också varit styrelsens ordförande. Under lång tid var ordförande- och verkställande direktörskapet i princip synonymt, och även i dag är det samma person som innehar verkställande direk-

<sup>26</sup> Se till exempel Gordon (2007), *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: of Shareholder Value and Stock Market Prices*, Stanford Law Review 59(6), s. 1468.

<sup>27</sup> Se Smith (1970), *Interlocking Directorates among the 'Fortune 500'*, Antitrust Law Economics Review 3(4), s. 47–52; Baysinger & Butler (1985), *Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition*, Journal of Law, Economics, & Organization 1(1), s. 101–124; Hermalin & Weisbach (1988), *The Determinants of Board Composition*, The Rand Journal of Economics 19(4), s. 589–606; samt Lehn, Patro & Zhao (2009), *Determinants of the Size and Composition of US Corporate Boards: 1935–2000*, Financial Management 38(4), s. 747–780.

<sup>28</sup> I dag är förhållandena annorlunda, enligt många till följd av oberoendekravets genomslag. Se vidare nedan.

törs- och ordförandeuppdraget i cirka hälften av bolagen som ingår i det ledande aktieindexet avseende de 500 största börsnoterade bolagen i USA, S&P 500. I de S&P 500-bolag där den verkställande direktören *inte* också är styrelseordförande innehas ordförandeuppdraget i cirka en tredjedel av fallen av någon annan som är anställd eller affilierad med bolaget.<sup>29</sup> Huruvida detta är bra eller dåligt råder det delade meningar om i den amerikanska debatten. De som förespråkar separata roller för ordförande och verkställande direktör hävdar att separationen ökar styrelsens oberoende och leder till bättre övervakning och tillsyn. Anhängare av en kombinerad ordförande och verkställande direktör menar däremot att kombinationen skapar klara befogenheter som gör att ledningen kan reagera mer effektivt och samtidigt sänder en tydlig signal till intressenterna om vem som är ansvarig för bolagets ledning.<sup>30</sup>

För det tredje var det under lång tid i princip den verkställande direktören och den sittande styrelsen som beredde och lade fram förslag till stämmans beslut om val av styrelse. Denna aspekt ska inte underskattas, och är med ett svenskt bolagsrättsligt perspektiv möjligen inte helt bekant. Tillsättningen av styrelsen i USA (liksom andra beslut på bolagsstämman) sker genom fullmaktsinsamling, där bolagets ledning samlar fullmakter från aktieägarna för att rösta på ett visst av ledningen föreslaget sätt, och där bolagets fulla resurser står till ledningens förfogande för att samla in dessa fullmakter (ofta talas om *the proxy machinery*). Även om det står aktieägarna fritt att rösta på ett annat sätt på stämman är de koordinations- och informationsinhämtningskostnader som präglar ett bolag med spritt ägande av sådan magnitud att det sällan är ett reellt alternativ.<sup>31</sup> Skulle någon aktieägare vilja utmana styrelsen

<sup>29</sup> Se ISS (2023), *Investors Press U.S. Boards To Separate Chair, CEO Roles*, ISS Corporate Solutions, s. 6. Andelen externa styrelseordföranden är högre i mindre bolag.

<sup>30</sup> Se till exempel ISS (2023), *Investors Press U.S. Boards To Separate Chair, CEO Roles*, ISS Corporate Solutions, s. 2.

<sup>31</sup> Problematiken identifierades redan i Berle & Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, s. 86–87: ”In the election of the board the stockholder ordinarily has three alternatives. He can refrain from voting, he can attend the annual meeting and personally vote his stock, or he can sign a proxy transferring his voting power to certain individuals selected by the management of the corporation, the proxy committee. As his personal vote will count for little or nothing at the meeting unless he has a very large block of stock, the stockholder is practically reduced to the alternative of not voting at all or else of handing over his vote to individuals over whom he has no control and in whose selection he did not participate. In neither case will he be able to exercise any measure of control. Rather, control will tend to be in the hands of those who select the proxy committee by whom, in turn, the election of directors for the ensuing period may be made. Since the proxy committee is appointed by the existing management, the latter can virtually dictate their own successors. Where ownership is sufficiently sub-divided,

i fullmaktsinsamlingen, en så kallad *proxy contest*, får man göra det på egen bekostnad och utan tillgång till bolagets resurser. I kombination med andra faktorer innebar detta i praktiken att ledningen i bolaget valde sin egen styrelse. I den på 1970-talet mycket uppmärksammade boken *Directors: Myth and Reality*, konstaterade Harvardprofessorn Myles Mace att den verkställande direktören därigenom fick "exactly the kind of boards he want[ed]."<sup>32</sup>

### 3.2 Debatten om "independent directors" och oberoendekravets etablering i USA

Att bolagsstyrelsen i USA historiskt sett har bemannats av ledningen med den verkställande direktören som kombinerad ordförande och därtill nominerat sig själv framstår i ett svenskt bolagsstyrningsperspektiv som mindre lyckat. Och det verkar det även ha gjort i USA. Redan på 1920- och 1930-talen kritiserades bolagsstyrelserna för sin passivitet i bolagens styrning och bristande övervakning av ledningen. I en känd artikel i Harvard Law Review år 1934 med den målande titeln "*Directors Who Do Not Direct*" konstaterade författaren (domaren William O. Douglas) att den rad av företagsskandaler som ägt rum i USA under 1920-talet och tidigt 1930-tal bland annat berodde på att styrelserna inte tog sitt ansvar. Han sammanfattar problematiken som följer (kursivering tillagd):

The problem of *affording stockholders genuine and independent representation on the board of directors has several phases*. Primarily it means avoiding or *making impossible the vicious practice of having the board controlled or dominated by the managers*. [...] Due to the wide diffusion of stock ownership and the growth in size of the business units the only effective check which the stockholders had on the managers was through the board. It is self-evident that if the board, under such circumstances, was composed wholly or dominantly of the managers, such control was wholly formal. *The managers came to be their own supervisors, and the stockholders were moved into a position of effective subservience to those who by tradition and law were their servants*. The need for having a board divorced from the managers is neatly shown by [...] the contemporary annals of American corporation finance.<sup>33</sup>

the management can thus become a self-perpetuating body even though its share in the ownership is negligible."

<sup>32</sup> Mace (1971), *Directors: Myth and Reality*, Harvard Business School, s. 78.

<sup>33</sup> Douglas (1934), *Directors Who Do Not Direct*, Harvard Law Review 47(8), s. 1305–1334, på s. 1306–1307. Artikeln i sin helhet är mycket målande och läsvärd.

Douglas konstaterade alltså att det spridda ägandet i amerikanska företag *à la* Berle & Means<sup>34</sup> och det medföljande agent-principal problemet lett till aktieägarnas beroende av att styrelsen övervakar bolaget och dess ledning å deras vägnar, och att denna övervakningsmekanism eroderats till följd av att styrelserna kontrolleras av bolagsledningen. Som lösning argumenterar Douglas att man måste säkra aktieägarnas representation och kontroll av styrelsen genom att ha ”a board divorced from the managers”, ”representing the stockholders”, med ”real power over the executive management”.<sup>35</sup> ”Some method must be devised to mobilize scattered and disorganized stockholders and other investors into an active and powerful group so that there may be a competent and respectable patrol of the field of finance.”<sup>36</sup> Läsaren inser att det Douglas föreslår är sådana ”independent directors” som vi i dag känner igen (även om det oberoende i förhållande till aktieägarna som vi snart återkommer till skulle ha framstått som synnerligen missriktat för Douglas). Och detta är inte en efterhandskonstruktion – Douglas svävar här inte på målet:

The solution then, though by no means a simple one, is to be found in taking the control or dominance of the board away from the executive management [...]. The representatives of the stockholders would be there, not for the purpose of managing the enterprise, but with the object of supervising those who do and of formulating the general commercial and financial policies under which the business is to be conducted. Such a body of men would [...] be in a position of dominance and power to serve the stockholders effectively.<sup>37</sup>

Han är vidare konkret i sina förslag:

The minimal requirements in this regard are statutory provisions that a majority of the board shall be composed of stockholders who are not employees or officers of the corporation, but it would be idle dreaming to suppose that the solution was as simple as that. In order to effectuate a real reform, control must be had over the proxy machinery. Once any group comes into a position of dominance

<sup>34</sup> Douglas refererar just till Berle & Means *The Modern Corporation and Private Property* som utkom bara ett par år tidigare (1932). Även Berle & Means uppmärksammade problemet med bristande styrelsekvalité, se Berle & Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, s. 86–88.

<sup>35</sup> Douglas (1934), *Directors Who Do Not Direct*, Harvard Law Review 47(8), s. 1308 och s. 1314.

<sup>36</sup> Douglas (1934), *Directors Who Do Not Direct*, Harvard Law Review 47(8), s. 1307.

<sup>37</sup> Douglas (1934), *Directors Who Do Not Direct*, Harvard Law Review 47(8), s. 1314.

on the board they become self-perpetuating, electing their own successors or designating their own nominees or dummies.<sup>38</sup>

Det skulle dock dröja många år innan Douglas idéer kom att få genomslag i amerikansk bolagsrätt och bolagsstyrning. Hur kommer det sig då att Douglas och hans likasinnade inte fick genomslag för sina, från ett svenskt perspektiv, tämligen förnuftiga, rentav okontroversiella idéer, på sin tid (1930-tal)? Förklaringen står nog till stor del att finna i den syn på företagande som under lång tid kom att stå oemotsagd i USA och som brukar benämnas *corporate managerialism* eller bara *managerialism*. Under lång tid var den i princip helt dominerande bolagsstyrningsideologin att företagsledare, *management*, och särskilt verkställande direktörer, var en profession av experter som var de bäst lämpade att driva företagen och näringslivet, och att lagar och regler och andra bolagsstyrningsstrukturer skulle säkra deras position, vilket i sin tur skulle maximera värdet för aktieägare och andra intressenter.<sup>39</sup> Med detta perspektiv var styrelsens funktion att *rådge* bolagsledningen och den verkställande direktören, och inte att övervaka dem. Därmed var det även logiskt att det var den verkställande direktören som utsåg styrelsen och även presiderade som dess ordförande, och förstås också att ”rådgivarna” i styrelsen vanligen var verksamma i bolaget vars verksamhet de skulle förstå och ge råd kring.<sup>40</sup>

Det var först under 1970-talet och under efterföljande decennier som bolagsstyrelsens roll som rådgivande organ kom att börja ifrågasättas brett, och som idén om *managerialism* som bolagsstyrningsideologi kom att förlora sin dominerande ställning. Startskottet för utvecklingen var en följd av uppmärksammade näringslivsskandaler där det i efterhand visade sig att bolagsledningarna drivit företagen till ruinens brant utan att styrelsen hade någon som helst insikt i företagets ekonomiska situation, eller på annat sätt

<sup>38</sup> Douglas (1934), *Directors Who Do Not Direct*, Harvard Law Review 47(8), s. 1314–1315.

<sup>39</sup> Se till exempel Herman (1983), *The Limits of the Market as a Discipline in Corporate Governance*, Delaware Journal of Corporate Law 9, s. 530–539; Conard (1988), *Beyond managerialism: investor capitalism*, University of Michigan Journal of Law Reform 22(1), s. 117–178; samt Cheffins (2015), *Corporate Governance Since the Managerial Capitalism Era*, Business History Review 89(4), s. 717–744.

<sup>40</sup> Se Gordon (2007), *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: of Shareholder Value and Stock Market Prices*, Stanford Law Review 59(6), s. 1468, samt Baum (2017), *The Rise of the Independent Director: A Historical and Comparative Perspective*, Max Planck Institute for Comparative and International Private Law Research Paper Series nr. 16/20, s. 12 ff.

varit helt ovetande om synnerligen allvarliga brister i verksamheten (i vissa fall rentav olagliga) som företagsledningarna varit helt medvetna om. Främst av dessa skandaler var konkursen i järnvägsbolaget Penn Central år 1970, där SEC i en efterföljande granskning konstaterade att en starkt bidragande orsak till konkursen var styrelsens bristande engagemang.<sup>41</sup> Uppfattningen om styrelsens roll kom under en relativt kort tid därefter att skifta från en syn på styrelsen som *rådgivande* till ledningen (*advisory board*), till ett *övervakande* bolagsorgan (*monitoring board*). Det nya synsättet cementerades i den mycket inflytelserika boken *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*,<sup>42</sup> där Berkeleyprofessorn Melvin Eisenberg beskrev relationen mellan aktieägare, styrelse och ledning på ett sätt som man idag känner igen sig i. Styrelsens juridiska uppgift var, enligt Eisenberg, att tillsätta, övervaka och i förekommande fall byta ut medlemmar i företagsledningen, och dess rådgivande funktion beskrevs som sekundär. För detta krävdes en tydlig separation av företagsledning och styrelse, och Eisenberg förespråkade att styrelsen primärt skulle bestå av ”externa styrelseledamöter”, eller *non-executive directors*.<sup>43</sup> Synsättet blev under 1970- och 1980-talet snabbt det förhärskande, och fick gehör från American Bar Association<sup>44</sup> och Business Roundtable,<sup>45</sup> under stark press från SEC.<sup>46</sup> Andelen externa styrelseledamöter i bolagssty-

<sup>41</sup> Se Staff Report of the Securities and Exchange Commission to the Special Sub-committee on Investigations, *The Financial Collapse of the Penn Central Company*, augusti 1972. Efter Penn Central följde skandaler i Ampex, LTV och Memorex. Efter Watergateskandalen visade det sig också att ett stort antal noterade företag olagligen bidragit till politiska kampanjer och även betalat mutor – igen utan att styrelserna haft någon vetskap därom. Se Gordon (2007), *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: of Shareholder Value and Stock Market Prices*, Stanford Law Review 59(6), s. 1515–1516.

<sup>42</sup> Se Eisenberg (1976), *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, Little, Brown and Company.

<sup>43</sup> Se Eisenberg (1976), *The Structure of the Corporation: A Legal Analysis*, Little, Brown and Company, s. 162 ff.

<sup>44</sup> Se American Bar Association on Corporate Laws (1978), *Corporate Director's Guidebook*, Business Lawyer ABA 33, s. 1619, där styrelsens funktion beskrivs som att agera som en ”reviewer of management initiatives and monitor of corporate performance”.

<sup>45</sup> Se Business Roundtable (1978), *The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation*, The Business Lawyer 33(4), s. 2083–2113.

<sup>46</sup> Se Seligman (1987), *A Sheep in Wolf's Clothing: The American Law Institute Principles of Corporate Governance Project*, The George Washington Law Review 55(2), s. 338 med referenser, samt särskilt Zhao (2011), *Corporate Governance and Directors Independence*, Kluwer Law International, s. 24–26 med referenser, som understryker hur pressen från SEC var särskilt betydelsefull för utvecklingen, och inte minst ordförandena Roderick Hills och Harold Williams. Om den senare har sagts att ”Williams [...] is the person who probably more than anyone else has placed the independent director at the heart

relserna började då, till följd av både skiftande opinion och press från lagstiftaren, också mätas och kommuniceras, och växte snabbt (se figur 1 nedan).

Utvecklingen fortsatte i samma linje under 1990-talet och det tidiga 2000-talet, bland annat till följd av nya företagsskandaler i Enron och WorldCom, och fortsatt pådrivet av SEC. Under dessa år infördes skarpa krav i noteringsregler på antalet från bolaget externa styrelseledamöter,<sup>47</sup> samt beträffande externa ledamöter i revisions-, ersättnings-, och nomineringskommittéer.<sup>48</sup> Dessa ledamöter, som inte också var anställda i eller på annat sätt affilierade med bolaget, hade nu kommit att kallas för *independent directors*.

Oberoendekravet hade nu fullt ut etablerats i sin moderna figur, och majoriteten av ledamöterna i bolag noterade i USA var vid den här tidpunkten ”oberoende styrelseledamöter” (se figur 1 nedan). Att notera, och som jag återkommer till nedan, är emellertid att dessa krav tog sikte på bolag med ett spritt (eller rentav atomiserat) ägande och den därmed sammanhängande problematiken som Douglas beskrev redan 1934, agent-principal-problemet. Följdriktigt ställdes inte samma krav på bolag med en kontrollerande ägare, eftersom problemet med spritt ägande och bristande incitament för ägarengagemang då inte gjorde sig gällande.<sup>49</sup>

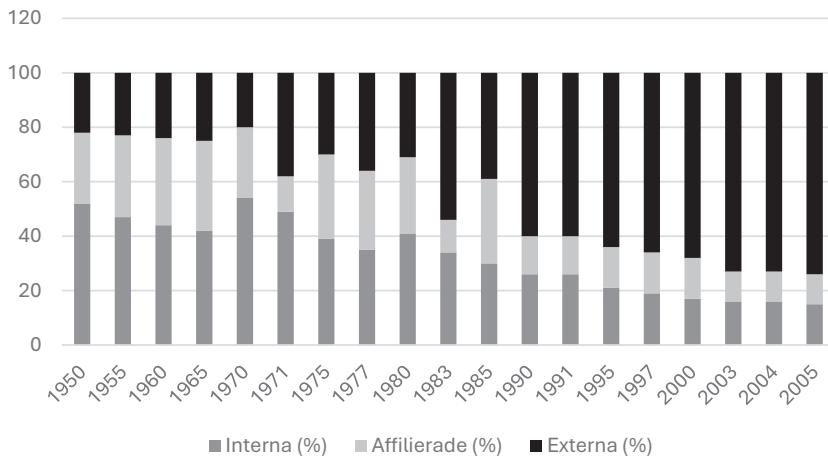
of the accountability system. To accomplish this objective, he has proposed a course of action primarily addressing itself to reforming the processes and structure of the corporate board.” Se Borowski (1984), *Corporate Accountability: The Role of the Independent Director*, *Journal of Corporation Law* 9(3), s. 455–456.

<sup>47</sup> För en (kritisk) skildring, se Bainbridge (2002), *A Critique of the NYSE’s Director Independence Listing Standards*, UCLA School of Law Research Paper 02–15.

<sup>48</sup> Se vidare Gordon (2007), *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: of Shareholder Value and Stock Market Prices*, *Stanford Law Review* 59(6), s. 1491–1494, med diskussion av bl.a. kraven i Sarbanes–Oxley Act, varigenom revisionsutskottet inte bara blev obligatoriskt, utan också gavs mandatet att utse revisor, vilket tidigare låg hos bolagsledningen.

<sup>49</sup> Se till exempel sektion 303A.01 i New York Stock Exchange Listed Company Manual, som stadgar att ”Listed companies must have a majority of independent directors”, och undantag föreskrivs i sektion 303A.00 för ”kontrollerade bolag” (”A listed company of which more than 50% of the voting power for the election of directors is held by an individual, a group or another company is not required to comply with the requirements of Sections 303A.01”). Se även se Bebhuk & Hamdani (2017), *Independent Directors and Controlling Shareholders*, *University of Pennsylvania Law Review* 165(6), s. 1271.

Figur 1: Andelen interna/affilierade/externa ledamöter i amerikanska börsbolag 1950–2005



Figuren är baserad på data från Table 1, Appendix i Gordon (2007), *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950–2005: of Shareholder Value and Stock Market Prices*, Stanford Law Review 59(6), s. 1565, som i sin tur är baserad på andra källor (angivna i Table 1 i Gordons artikel). Värdena är från olika källor inhämtade med olika metoder, och bör endast betraktas en generell beskrivning av trenden över tid.

### 3.3 Oberoendekravet kommer till Storbritannien

Den omfattande och intensiva bolagsstyrningsdebatten i USA under 1970- och 1980-talen avseende (bland annat) oberoende styrelseledamöter hade ingen egentlig motsvarighet i Europa, och inte ens i Storbritannien, vars aktiemarknad var lika eller mer välutvecklad och i många hänseenden likartad med den amerikanska, inte minst beträffande det spridda ägandet. Skälen för varför motsvarande debatt inte blossade upp i Storbritannien är inte uppenbara. Ägandet i brittiska börsbolag var i princip lika spritt som i USA, och de därmed sammanhängande problemen som Douglas och Berle & Means påtalade redan under 1930-talet och som föranledde oberoendekravets tillkomst torde ha funnits även i Storbritannien.<sup>50</sup> Britterna var inte

<sup>50</sup> Se till exempel Cheffins (2008), *Corporate Ownership and Control: British Business Transformed*, Oxford University Press, s. 11–17 och 303–307, samt Foreman-Peck & Hannah (2012), *Extreme Divorce: the Managerial Revolution in UK Companies before 1914*, *The Economic History Review* 65(4), s. 1217–1238.

heller förskonade från skandaler i näringslivet, och om konkursen i Rolls Royce 1971 (bara ett år efter Penn Central) skrevs i dagstidningarna att den orsakade "shock waves here [in the UK] like the Penn Central [scandal] did in the U.S."<sup>51</sup> I likhet med vad SEC konstaterade angående Penn Central-konkursen identifierades även förekomsten av "clear danger signals which never got through to the main board".<sup>52</sup> Och även i Storbritannien hade bolagsstyrelserna i noterade bolag generellt en rådgivande snarare än övervakande roll, med styrelseledamöter som även ingick i bolagsledningen och med verkställande direktören som kombinerad styrelseordförande.<sup>53</sup> Frågan om oberoende styrelseledamöter var inte heller oidentifierad, och det förekom ett par (misslyckade) propåer från olika håll inspirerade av det amerikanska oberoendekravet. Ett av de mer omfattande exemplen var rapporten *The Responsibilities of the British Public Company: Final Report of the Company Affairs Committee* från *Confederation of British Industry* år 1973, där en av slutsatserna var att "the inclusion on the board of public companies of non-executive directors is highly desirable" genom att de kunde bidra med oberoende och kritiska perspektiv.<sup>54</sup> Rapporten fick förvisso stöd från den brittiska lagstiftaren i en vitbok,<sup>55</sup> men diskussionen synes inte ha resulterat i några dokumenterade efterdyningar under 1970-talet. I början av 1980-talet etablerade emellertid *Bank of England*, tillsammans med *Confederation of British Industry* och Londonbörsen, gruppen för *Promotion of Non-Executive Directors*, den så kallade PRO NED<sup>56</sup>-gruppen, vars syfte var "to sell the virtues of having more and better non-executive directors".<sup>57</sup> PRO NED-grup-

<sup>51</sup> Kessler (1971), *Anatomy of a Fall*, Financial Times den 8 februari, s. 1.

<sup>52</sup> Wilsher (1973), *Where Was Whitehall When Rolls' Light Went Out?*, Sunday Times den 5 augusti, s. 50. Andra incidenter som kom att bli viktiga för utvecklingen var kollapserna i Polly Peck och Robert Maxwells mediaimperium.

<sup>53</sup> Se Baum (2017), *The Rise of the Independent Director: A Historical and Comparative Perspective*, Max Planck Institute for Comparative and International Private Law Research Paper Series nr. 16/20, s. 21 samt Zhao.

<sup>54</sup> Se s. 37–38 i rapporten.

<sup>55</sup> *The Government White Paper on The Conduct of Company Directors*, HMSO November 1977.

<sup>56</sup> NED står för *non-executive directors*.

<sup>57</sup> Charkham (1993), *The Bank and Corporate Governance: Past, Present and Future*, Bank of England Quarterly Bulletin 33(3), s. 389. Drivande bakom etableringen var enligt Cadbury Bank of England, och Cadbury skrev senare följande: "The Bank of England was the prime mover in establishing PRO NED and it took the lead in the matter because of its experience in helping to rescue major companies in financial difficulties. The Bank concluded that the prime cause of such corporate disasters had been board failure. PRO NED's tasks were to persuade companies of the advantages of having competent, outside,

pen producerade bland annat skriften *The Role of the Non-executive Director: a Booklet Prepared for PRO NED*, February 1982, där det förklarades att

[t]he purpose of appointing non-executive directors is to provide the board with knowledge, expertise, judgement and balance which may not be available if the board consists only of full-time executives [...] [T]he essential advantage of non-executive directors is that they bring a fresh and wider view to board discussions and decision taking.<sup>58</sup>

PRO NED-gruppens arbete synes ha bidragit till en ökad efterfrågan på, och en ökad andel av, ”non-executive directors” i de brittiska börsbolagen, men genomslaget var långt ifrån det amerikanska.<sup>59</sup>

Det var först under 1990-talet som oberoendekravet på allvar fick sitt fäste även i Storbritannien genom den så kallade Cadbury-kommitténs arbete och Cadbury-rapporten.<sup>60</sup> Cadbury-kommittén hade det egentliga namnet *The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, och bildades i maj 1991 med Sir Adrian Cadbury som ordförande. Bakgrunden till att kommittén bildades hade i grunden inget med oberoende styrelseledamöter eller andra centrala bolagsstyrningsfrågor att göra, utan kommittén tillkom först och främst för att möta den kritik som revisionsbranschen hade utstått i samband med vissa skandaler, och för att reda ut ”widespread confusion

non-executive directors on their boards and to help them to find such people. The Bank reasoned that it was better to tackle the causes of failure than to have to pick up the pieces afterwards.” Se Cadbury (2000), *The Corporate Governance Agenda*, Corporate Governance: An International Review 8(1), s. 7.

<sup>58</sup> PRO NED (1982), *Role of the Non-executive Director: A Booklet Prepared for Promotion of Non-Executive Directors*, Promotion of Non-Executive Directors. Man kan dock även av och till under efterföljande år också hitta enstaka uttalanden från kommentatorer och praktiker om betydelsen av vad som generellt benämndes ”non-executive directors”. Styrelsearbetaren John Kinross skriver till exempel i sina memoarer att han ”have come to feel that there is wisdom in having a sprinkling of directors who are not involved in the day-to-day management of the business. Without this, there is always a danger of the board becoming too inbred. But I think it is essential for every outside director to be available at all reasonable times, for informal discussions. The ’professional director’ who only attends monthly board meetings and the Christmas office party is useless.” Se Kinross (1982), *Fifty Years in the City Financing Small Business*, John Murray Publishers Ltd, s. 201. Som synes är tonen här väsentligt annorlunda än den som under samma tid präglade USA.

<sup>59</sup> Se Spira & Slinn (2013), *The Cadbury Committee: A History*, Oxford University Press, s. 29.

<sup>60</sup> Rapportens egentliga titel är *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*.

about the role of the auditor”.<sup>61</sup> Den smala uppdragsbeskrivningen hindrade emellertid inte Cadbury från att behandla bredare frågor, inklusive oberoende-frågan (det kan noteras att Cadbury innan uppdraget i kommittén varit ordförande för PRO NED-gruppen).

Cadbury-kommitténs arbete slutfördes i december år 1992, och resulterade i en slutrapport samt en bolagsstyrningskod (*Code of Best Practices*, vilken sedermera kom att kallas Cadbury-koden) som riktade sig till noterade bolag på Londonbörsen under *comply or explain*-modellen (som då var en innovation). I Cadbury-koden föreskrevs bland annat att styrelserna i de bolag som hade att följa koden skulle ha minst tre så kallade *non-executive directors*, och att två av dessa skulle vara *oberoende från bolaget och bolagsledningen*. I Cadbury-rapporten, som förklarade och motiverade innehållet i bolagsstyrningskoden, angavs om detta krav följande:

The Committee believes that the calibre of the non-executive members of the board is of special importance in setting and maintaining standards of corporate governance. The emphasis in this report on the control function of non-executive directors is a consequence of our remit [...].

Non-executive directors should bring an independent judgement to bear on issues of strategy, performance, resources, including key appointments, and standards of conduct. We recommend that the calibre and number of non-executive directors on a board should be such that their views will carry significant weight in the board's decisions. To meet our recommendations on the composition of sub-committees of the board, all boards will require a minimum of three non-executive directors, one of whom may be the chairman of the company provided he or she is not also its executive head. Additionally, two of the three should be independent in the terms set out in the next paragraph.

An essential quality which non-executive directors should bring to the board's deliberations is that of independence of judgement. We recommend that the majority of nonexecutives on a board should be independent of the company. This means that apart from their directors' fees and shareholdings, they should be independent of management and free from any business or other relationship

<sup>61</sup> Spira & Slinn (2013), *The Cadbury Committee: A History*, Oxford University Press, s. 46. I Cadbury-rapportens inledning skrivs även att skälet för att kommittén bildades var att dess sponsorer ”were concerned at the perceived low level of confidence both in financial reporting and in the ability of auditors to provide the safeguards which the users of company reports sought and expected”. Se Cadbury-kommittén (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Burgess Science Press, punkt 2.1.

which could materially interfere with the exercise of their independent judgement.<sup>62</sup>

I efterföljande revideringar av koden skärptes oberoendekravet ytterligare, och så småningom (2003, i vad som benämndes *the Combined Code*) krävdes i koden att hälften av styrelseledamöterna skulle vara ”independent non-executive directors”.<sup>63</sup> Här bör två avgörande förskjutningar av begrepps användningen uppmärksammas. För det första skiftet från termen *non-executive* till *independent* directors. För det andra själva definitionen av vad som utgjorde en ”independent director”. Nu krävdes nämligen inte bara att en oberoende styrelseledamot skulle vara oberoende i förhållande till bolagsledningen, utan också oberoende i förhållande till ”significant shareholders”.<sup>64</sup> Härigenom kom definitionen på en avgörande punkt att avvika från vad vi såg i USA. Skälen för ändringen är inte dokumenterade.<sup>65</sup>

Koden fick i Storbritannien kraftfullt genomslag, och en bit in på 2000-talet bestod brittiska noterade bolagsstyrelser till cirka 90 procent av oberoende styrelseledamöter.<sup>66</sup>

<sup>62</sup> Cadbury-kommittén (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Burgess Science Press, punkt 4.10–4.12.

<sup>63</sup> Se punkt A.3.2 i 2003 års kod. Tidigare versioner av den brittiska bolagsstyrningskoden finns tillgängliga på: <https://www.icaew.com/technical/corporate-governance/codes-and-reports/uk-corporate-governance-code/history>.

<sup>64</sup> Se Punkt A.3.1 i 2003 års kod. Jämför särskilt vad som ovan sagts om att oberoendekravet *inte över huvud taget gäller* när det finns ”significant shareholders” i amerikanska bolag.

<sup>65</sup> The Combined Code var framför allt ett resultat av den så kallade Higgs-rapporten (*Review of the Role and Effectiveness of Non-executive Directors*), som beställdes av UK Department of Trade and Industry som en reaktion på ett antal bolagsstyrningskandaler, se till exempel Pollitt (2004), *Understanding How Issues in Corporate Governance Develop: Cadbury Report to Higgs Review*, Corporate Governance International Review 12(2), s. 162. I Higgs-rapporten föreslogs att definitionen av oberoende styrelseledamöter i Cadbury-koden skulle utvecklas, och däribland även inkludera ett krav på oberoende i förhållande till ”significant shareholders” (se s. 36–37 i rapporten om ”Definition of independence”). Någon motivering härför presenteras dock inte i rapporten.

<sup>66</sup> Dessa nivåer har dock sedan dess sjunkit, till synes till följd av en mindre strikt syn på behovet av oberoende styrelseledamöter. För mer detaljerade framställningar angående Cadbury-kodens tillkomst och efterdyningarna, se Spira & Slinn (2013), *The Cadbury Committee: A History*, Oxford University Press; Baum (2017), *The Rise of the Independent Director: A Historical and Comparative Perspective*, Max Planck Institute for Comparative and International Private Law Research Paper Series nr. 16/20, s. 20–24; samt Zhao (2011), *Corporate Governance and Directors Independence*, Kluwer Law International, s. 29–36.

### 3.4 EU-kommissionen anammar oberoendekravet

Den brittiska bolagsstyrningskoden, och inte minst dess ”comply-or-explain”-teknik, blev snabbt en förlaga för att reglera bolagsstyrning i Europa, inklusive Sverige. I fråga om Cadbury-kodens variant av oberoendekravet spreds denna också mer direkt genom EU-kommissionens försorg. I början av 2000-talet etablerade kommissionen sin bolagsstyrningsagenda,<sup>67</sup> och de första stegen togs genom antagande av vissa rekommendationer, däribland *Kommissionens rekommendation av den 15 februari 2005 om uppgifter för företagsexterna styrelseledamöter eller styrelseledamöter med tillsynsfunktion i börsnoterade bolag och om styrelsekommittéer* (i det följande ”kommissionens rekommendation”).<sup>68</sup>

Rekommendationen är helt uppenbart baserad på den brittiska koden (versionen från 2003). Beträffande oberoendefrågan sägs, av särskilt intresse i förevarande sammanhang, i ingressen följande:

Skäl (3): Företagsexterna styrelseledamöter eller styrelseledamöter med tillsynsfunktion rekryteras av företagen för en rad olika syften. Deras roll vad gäller att övervaka företagsinterna styrelseledamöter och medlemmar av ledningsgruppen och hantera situationer som inbegriper intressekonflikter är särskilt betydelsefull. Det är särskilt viktigt att främja den rollen för att återställa förtroendet för finansmarknaderna.

Skäl (7): Oberoende ledamöter i styrelsen med förmåga att ifrågasätta företagsledningens beslut anses allmänt vara ett sätt att skydda aktieägarnas och andra intressenters intressen. I företag med spritt ägande gäller det främsta problemet hur företagsledningen skall göras ansvarig gentemot svaga aktieägare. I företag med kontrollerande aktieägare gäller problematiken i högre grad att säkerställa att företaget drivs på ett sådant sätt att minoritetsaktieägarnas intressen beaktas i tillräcklig utsträckning. Att garantera ett tillräckligt skydd för tredje parter är väsentligt i båda fallen. Oberoende av den formella styrelsestrukturen i ett företag bör därför ledningsfunktionen vara underställd en effektiv och tillräckligt oberoende tillsynsfunktion. Oberoende bör förstås som en avsaknad av väsentliga intressekonflikter.

Skäl (9): Tillsynsrollen för de företagsexterna styrelseledamöterna eller styrelseledamöterna med tillsynsfunktion har allmänt uppfattats ha avgörande betydelse på följande tre områden där risken för intressekonflikter i företagsledningen är särskilt stor, i synnerhet när sådana frågor inte är ett direkt ansvarsområde för aktieägarna: nominering av styrelseledamöter, ersättning till ledande befattningshavare samt revision. Det är därför lämpligt att utveckla den roll de

<sup>67</sup> Se kommissionens handlingsplan KOM(2003) 284 slutlig.

<sup>68</sup> 2005/162/EG.

företagsexterna styrelseledamöterna eller styrelseledamöterna med tillsynsfunktion bör ha på dessa tre områden och främja inrättandet av styrelsekommittéer med ansvar för nominering, ersättningar och revision.

Mot den bakgrunden föreskrivs i rekommendationen att styrelsen totalt sett bör innehålla en

lämplig balans mellan företagsinterna styrelseledamöter/medlemmar av ledningsgruppen respektive företagsexterna styrelseledamöter/styrelseledamöter med tillsynsfunktion på så sätt att ingen enskild individ eller grupp av enskilda individer har möjlighet att dominera beslutsfattandet i dessa organ.<sup>69</sup>

Något specifikt minsta antal eller någon minsta andel externa ledamöter ansågs inte lämpligt att föreskriva i rekommendationen,<sup>70</sup> utan i stället angavs att

[e]tt antal oberoende företagsexterna styrelseledamöter eller styrelseledamöter med tillsynsfunktion bör väljas in i styrelserna i tillräcklig omfattning för att säkerställa att alla eventuella väsentliga intressekonflikter som inbegriper ledande befattningshavare kommer att hanteras på ett korrekt sätt.<sup>71</sup>

Som oberoende ledamot klassificeras i rekommendationen, i likhet med vad som föreskrevs i den vid tidpunkten gällande brittiska koden (*Combined Code*), den som

inte har något affärsmässigt, familjemässigt eller annat förhållande – till företaget, dess kontrollerande aktieägare eller ledningen av endera av dem – som skapar en intressekonflikt av sådant slag att den kan äventyra hans eller hennes omdömesgilla agerande.<sup>72</sup>

### 3.5 Oberoendekravet i Sverige

#### 3.5.1 Först i inregistreringskontraktet

Vid den här punkten i ”berättelsen” om oberoendekravets ursprung och utveckling skulle man kunna förvänta sig att införandet av oberoendekravet i Sverige berodde på kommissionens rekommendation. Så var emellertid inte fallet. Kravet på oberoende styrelseledamöter infördes nämligen i svensk rätt

<sup>69</sup> Se punkt 3.1 i kommissionens rekommendation.

<sup>70</sup> Detta för att skapa flexibilitet, se skäl 8 i kommissionens rekommendation.

<sup>71</sup> Se punkt 4 i kommissionens rekommendation.

<sup>72</sup> Se punkt 13.1 i kommissionens rekommendation.

ett decennium innan kommissionen utfärdade sin rekommendation genom ett tillägg i Stockholmsbörsens regelverk (eller inregistreringskontraktet, som det då kallades), nästan samtidigt som den första Cadbury-koden tillkom.<sup>73</sup> I vägledningen till 1995 års inregistreringskontrakt, punkten 3 (med rubriken *Börmässiga krav beträffande ledning m.m.*), föreskrevs följande:

För att säkerställa likabehandling av aktieägarna bör det i styrelsen finnas en till två ledamöter (exklusive löntagarepresentanter [sic]) som är oberoende av huvudaktieägaren/-na. Med huvudaktieägare avses aktieägare som äger mer än 10 procent av aktier eller röster.

För att styrelsen skall kunna utöva sin kontrollerande funktion gentemot företagsledningen är det viktigt att den i tillräcklig omfattning är oberoende av företagsledningen. Därför bör en majoritet av styrelseledamöterna (exklusive löntagarrepresentanter) inte ha sådana affärsförbindelser med bolaget att deras oberoende av företagsledningen av denna anledning kan ifrågasättas. Så kan ske om styrelseledamot är anställd eller styrelseledamot i eller äger eller är huvudaktieägare i företag som har omfattande affärsförbindelser med bolaget som leverantör, kund, uppdragstagare eller på annat sätt.

Representanter för företagsledningen bör inte ingå i styrelsen med undantag för VD. Om anställda är stora ägare kan de dock ha en representant i styrelsen.

Som synes var reglerna tydligt inspirerade av den brittiska bolagsstyrningskoden, men med tillägg på oberoendekrav i förhållande till huvudaktieägare (som infördes i den brittiska koden flera år senare).

Vad var då bakgrunden till att oberoendekravet infördes i inregistreringskontraktet? Sverige var inte förskonat från börsskandaler liknande de som resulterat i oberoendekrav i USA och Storbritannien. Tongivande var Leo-affären 1983, som via Leo-utredningen ledde till Leo-lagen och etableringen av Aktiemarknadsnämnden,<sup>74</sup> den mycket brett uppmärksammade Fermenta-skandalen där revisorerna hamnade i skottgluggen,<sup>75</sup> och den

<sup>73</sup> Vissa har anfört att oberoendekravet infördes först i Koden, se Johanson & Østergren (2010), *The Movement Toward Independent Directorson Boards: A Comparative Analysis of Sweden and the UK*, Corporate Governance: An International Review 18(6), s. 527–539 och Moursli (2019), *The Effects of Board Independence on Busy Directors and Firm Value: Evidence from Regulatory Changes in Sweden*, Corporate Governance: An International Review 28(1), s. 23–46. Detta är alltså felaktigt.

<sup>74</sup> Se till exempel Munck & Skog (2011), *Aktiemarknadsnämnden 25 år – en antologi*, Aktiemarknadsnämnden, s. 10 och Ds Fi 1986:21 (Riktade emissioner av aktier m.m. – rapport av kommissioner för undersökning av vissa aktieemissioner).

<sup>75</sup> Se till exempel Aldeholm & Olsson (1995), *Revisorns juridiska ansvar – mot bakgrund av Fermenta och Gusum*, Balans nr. 11.

föreslagna sammanslagningen mellan Volvo och Renault år 1993.<sup>76</sup> Någon mer omfattande publik diskussion avseende brister i just bolagsledningarnas övervakning till följd av dessa skandaler (eller i allmänhet) motsvarande vad som förekom i USA och Storbritannien synes emellertid inte ha förekommit, och det är i varje fall inget som återspeglats i affärspressen under dessa år.<sup>77</sup> Bristande övervakning av bolagsstyrelserna eller frågor om styrelseledamöters oberoende berördes heller inte alls i Värdepappersmarknadskommitténs arbete, som hade i uppdrag att bland annat i ljuset av 1980-talets skandaler adressera olika börsrättsliga problem.<sup>78</sup>

Det synes i stället ha varit en tillfällighet att Sverige tidigt tog inspiration från Storbritannien och Cadburys arbete. De som var ansvariga för att oberoendekravet kom att införas i Sverige genom Stockholmsbörsens inregistreringskontrakt var Bengt Rydén (dåvarande börschef), samt Lars-Erik Forsgårdh, Lars Milberg och Gunnar Ek på Aktiespararna (då VD, chefsjurist respektive vice förbundsordförande), som vittnar om följande bild. Sommaren 1992 fick Bengt Rydén höra om Cadbury-gruppens arbete genom sitt internationella nätverk av börschefer och aktiemarknadsexperter, som senare blev ”De sju vise männen” i börsrätt i Bryssel.<sup>79</sup> Rydén berättade om Cadbury-utredningen för Forsgårdh, Milberg och Ek på Aktiespararna, och Milberg och Ek åkte i december 1992 över till London där de fick ett ”rykande färskt exemplar av Cadbury-rapporten, i princip direkt från tryckeriet”.<sup>80</sup> De tog med rapporten hem till Sverige, och under våren 1993 dissekerade de rapporten noggrant. Senare samma vår gav Aktiespararna ut sina egna riktlinjer baserade på Cadburys: Aktiespararnas första upplaga av *Riktlinjer*

<sup>76</sup> Se vidare Skog, Lidman & Boman (2020), *50 år av utvecklande börsregleringar*, i *Det omvälvande halvsekle*, Samhällsförlaget, s. 141 ff.

<sup>77</sup> Sökningar på ”oberoende styrelseledamöter” eller ”externa styrelseledamöter” ger inga relevanta träffar i arkiven hos Dagens Nyheter eller Svenska Dagbladet under perioden fram till 1995. I kölvattnen av Skandia-skandalen förekom dessa typer av diskussioner, dock ett decennium senare, se till exempel Nerep (2015), *Lex Skandia*, Sigma Förlag.

<sup>78</sup> Se Värdepappersmarknadskommitténs betänkande *Värdepappersmarknaden i framtiden*, SOU 1989:72.

<sup>79</sup> Gruppen utsågs år 2000 till en expertgrupp för att granska EU-ländernas regler för börsnotering av företag och placeringserbjudande till allmänheten, se *Final Report of the Committee of Wise Men on The Regulation of European Securities Markets*, Bryssel den 15 februari 2001, tillgänglig på: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy\\_report.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/lamfalussy_report.pdf).

<sup>80</sup> Enligt uppgift från Lars Milberg och Gunnar Ek i intervjuer den 21 mars respektive 17 april 2024.

för bättre kontroll och insyn i marknadsnoterade bolag.<sup>81</sup> I riktlinjerna argumenterade man för att föreskrifterna om revisions-, ersättnings- och framför allt nomineringskommittéer (med en svensk ”twist”) i Cadbury-koden skulle efterbildas.<sup>82</sup> Riktlinjerna synes även ha påverkat Näringslivets Börskommittés arbete.<sup>83</sup> Intressant nog inkluderade Aktiespararna inte några skrivningar om oberoende styrelseledamöter i sin rekommendation, trots att oberoendekravet var centralt i Cadbury-koden, vilket ytterligare indikerar att problem-bilden i Cadbury-koden inte kändes igen i Sverige just i fråga om styrelsens övervakning av ledningen.

Men även idéer i Cadbury-koden som inte togs upp i Aktiespararnas riktlinjer fick genom Aktiespararnas arbete spridning i Sverige, och särskilt oberoendekravet kom att få fäste i diskussionen. Skälet härför är inte klart, men sannolikt låg det åtminstone delvis i tidsandan – från 1970-talet och en bit in på 1990-talet fanns hos allmänheten en viss skepsis mot kapitalister och aktieägare, vilket bland annat återspeglades i löntagarfonderna och ”fundsocialismen”, och i Värdepappersmarknadskommitténs arbete (som dock förkortades VMK och inte VPK). Mot den bakgrunden kom oberoendekravet att införas i inregistreringskontraktet ett par år senare, och kravet blev ett sätt att bredda inflytandet över styrelserna från aktieägare och de till bolaget närstående.<sup>84</sup> Det kan härvid också noteras att Aktiespararna enligt uppgift då inte var särskilt entusiastiska kring oberoendekravets införande, eftersom de ansåg att det var just aktieägarna som skulle utse och representeras i styrelsen, och kravet på oberoende styrelseledamöter betraktades som ett ingrepp i aktieägarnas rättigheter och inflytande.

<sup>81</sup> Se Aktiespararna (1993), *Riktlinjer för bättre kontroll och insyn i marknadsnoterade bolag*, Sveriges Aktiesparares Riksförbund.

<sup>82</sup> Skälen härför var dock annorlunda än i Storbritannien. Motivet till kommittéerna i Cadbury-koden var att skilja kommittéernas arbete från styrelsens kontroll, medan motivet i Sverige var att ordna, formalisera och transparens göra det ersättnings- och nomineringsarbete som kontrollerande aktieägare vid tidpunkten utförde i Sverige.

<sup>83</sup> Detta återspeglas i hur Näringslivets Börskommitté 1994 utfärdade en rekommendation om informationsgivning inför val av styrelse. Rekommendationens indirekta budskap var dock just att avvisa tanken på ”nomineringskommittéer”, och rekommendationen blev således snabbt föråldrad.

<sup>84</sup> I en senare debattartikel i Dagens Nyheter (den 27 januari 2003, s. 4) synes Bengt Rydén också ge uttryck för detta synsätt.

### 3.5.2 Därefter Kodens

När svensk kod för bolagsstyrning sedermera infördes år 2004 innehöll denna samma oberoendekrav som Kodens innehåller i dag.<sup>85</sup> I Kodgruppens arbete var det dock inte självklart att Kodens skulle innehålla ett oberoendekrav, och det ifrågasattes om en sådan ordning, influerad av angloamerikansk rätt, passade i den svenska bolagsstyrningsmodellen.<sup>86</sup> Mot bakgrund av att kravet redan fanns i svensk rätt i börsens inregistreringskontrakt, och av att oberoendekravet vid denna tidpunkt uppfattades som ”internationell standard”, kom dock kravet att inkluderas i Kodens, där det har förblivit oförändrat till nuvarande kod. Några andra ”motiv” än de som låg bakom oberoendekravet i inregistreringskontraktet fanns således inte bakom Kodens krav.<sup>87</sup>

## 4. Independent directors – that is the answer, but what is the question?

Som behandlats har oberoendekravet en närmare hundraårig historia med ursprung i angloamerikansk rätt, och det är också i angloamerikansk rätt som oberoendekravet i EU och Sverige har sitt ursprung. Kravet tillkom för att hantera de problem som följde av ett spritt ägande och därmed sammanhängande bristande kontroll över bolagsledningarna. Med andra ord var oberoendekravet en bolagsstyrningsmekanism som syftade till att hantera agent-principal-problemet.<sup>88</sup>

<sup>85</sup> Bakgrunden till Kodens införande och Förtroendekommissionens och Kodgruppens bakomliggande arbete är förvisso intressant, men väl belyst i andra sammanhang, se till exempel Skog (2005), *En svensk kod för bolagsstyrning – vad är det för något och vad innebär den?*, Stockholm Centre for Commercial Law, och inte av direkt betydelse i relation till oberoendekravet.

<sup>86</sup> Enligt uppgift från Per Lekvall, huvudsekreterare i Förtroendekommissionen och därefter verkställande ledamot i Kollegiet för svensk bolagsstyrning, i intervju den 13 mars 2024. Se även SOU 2004:47 s. 214–215.

<sup>87</sup> Det kan noteras att Karin Forseke i ett särskilt yttrande bilagt till *Svensk kod för bolagsstyrning – Förslag från kodgruppen* (SOU 2004:46), argumenterade för ett mer långtgående oberoendekrav, primärt med hänvisning till internationell standard, dock utan att koden skulle komma att uppställa ett mer långtgående krav än vad som uppställts i inregistreringskontraktet.

<sup>88</sup> De första att skildra agentproblematiken i relation till aktiemarknaden var Berle & Means, som dock inte använde principal-agent-terminologin, se Berle & Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, s. 68–69. Teorin utvecklades därefter av bland andra Williamson, Jensen, Meckling och Fama, se bland annat Williamson (1964), *The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm*, Prentice Hall; Jensen & Meckling (1976), *Theory of the*

Agent-principal-problemet mellan bolagsledning och aktieägare är dock som redogjorts för av mindre betydelse i svensk bolagsstyrning till följd av aktieägarnas starka ställning, och de i USA och Storbritannien underliggande agentproblem som motiverade oberoendekravet ansågs inte föreligga (eller uppmärksammades i varje fall inte) i Sverige när oberoendekravet infördes på 1990-talet.<sup>89</sup> Drivkrafterna synes i stället ha varit i huvudsak andra. I inregistreringskontraktet lyftes oberoendeförhållandet mellan styrelsen och *ägarna* först och främst fram, och inte oberoendet mellan styrelsen och ledningen som i USA och Storbritannien, vilket vid tidpunkten var en svensk innovation.<sup>90</sup> Motivet härför uttrycktes tydligt – ”för att säkra likabehandling av aktieägarna”. Bidragande i praktiken var sannolikt också en vilja att blidka den skepsis som fram till 1990-talet fanns hos allmänheten mot kapitalister och ”ägare”, eller med andra ord främja allmänhetens förtroende för aktie marknaden genom att bredda inflytandet över styrelserna från de mäktigaste ägarna.<sup>91</sup>

Att syftena bakom införandet av oberoendekravet i Sverige skiljde sig från motivet till kravet i USA och Storbritannien (och senare EU) är utöver att vara av rättshistoriskt intresse också på flera vis av intresse för förståelsen av oberoendekravet i dag. För det första kan man, med denna förståelse, till-

*Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics 3(4), s. 305; Fama & Jensen (1983), *Separation of Ownership And Control*, Journal of Law and Economics 26(2), s. 301; Fama & Jensen (1983), *Agency Problems and Residual claims*, Journal of Law and Economics 26(2), s. 327; samt Jensen (1989), *Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review 67(5), s. 61. Agentproblemet har dock varit känt betydligt längre än så och identifierades till exempel av Adam Smith i *The Wealth of Nations*, där han angående aktiebolag (*joint stock companies*) skrev att ”The directors of such companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. [...] Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.”, se Smith (1776), *An Inquiry into the Nature and Cause of the Wealth of Nations*, W. Strahan and T. Cadell publishing, kapitel 1, stycke 107.

<sup>89</sup> Se avsnitt 2 ovan.

<sup>90</sup> Se citatet från inregistreringskontraktet ovan, där skrivningen ”För att säkerställa likabehandling av aktieägarna bör det i styrelsen finnas en till två ledamöter (exklusive löntagarerepresentanter [sic]) som är oberoende av huvudaktieägaren/-na” placeras före skrivningen om oberoende i förhållande till bolagsledningen.

<sup>91</sup> Ytterligare ett skäl bakom införandet av oberoendekravet var sannolikt också en ambition att anpassa svensk rätt till vad som uppfattades som internationell standard. Detta syfte var dock sannolikt av större betydelse när oberoendekravet senare infördes i Koden, när Cadbury-koden och dess principer fått vidare spridning.

mäta kravet på oberoende i relationen mellan styrelse och bolagsledning en, utifrån ett systematiskt perspektiv, begränsad betydelse i svensk rätt. Oberoende i denna mening var inte vad som stod i fokus när kravet infördes. Behovet av ett oberoendekrav i relationen mellan styrelse och ledning är i dag sannolikt av ännu mindre betydelse, med de strängare krav på revision, styrelseutskottsarbete och valberedning som numera gäller.<sup>92</sup> Man kan mot den bakgrunden rentav överväga om ett oberoendekrav med sikte på relationen mellan styrelse och ledning strängt taget behövs. Om den av aktieägarna sammansatta och i Kodex reglerade valberedningen till bolagsstämman mot förmodan skulle presentera ett förslag på styrelse till huvuddel bestående av personer som också ingår i bolagsledningen och förslaget vinner bifall på bolagsstämman med erforderlig majoritet synes det vara aktieägarnas sak att så besluta, även om det utifrån ett agentteoretiskt perspektiv framstår som mindre lyckat.<sup>93</sup>

För det andra ger kanske syftena bakom oberoendekravet en mer nyanterad bild av kravet på oberoende i relationen mellan större aktieägare och styrelse. Att aktieägarna har ett mycket långtgående inflytande över styrelse (och ledning) är något som utmärker svensk bolagsstyrning *positivt* och som löser det centrala problem (agent-principal-problemet) som andra bolagsstyrningssystem försöker hantera med oberoendekrav och andra mer eller mindre effektiva bolagsstyrningsmekanismer. För att låna ett systemteoretiskt uttryck – ”it’s a feature, not a bug”.<sup>94</sup> Den viktiga frågan blir i stället att säkra likabehandling aktieägare emellan, vilket kanske förklarar varför just principer om likhet och likabehandling har en större betydelse i svensk och nordisk aktiebolags- och aktiemarknadsrätt än i många andra rättsordningar.<sup>95</sup> Att

<sup>92</sup> Här kan en parallell dras till hur Svante skildrar hur rätten att utse en minoritetsrevisor, som också vilar på tankar om oberoende, i dag är av mindre betydelse än vad den varit historiskt till följd av de ökade krav som numera uppställs på revisionen. Se Johansson (2018), *Bolagsstämma*, Norstedts Juridik s. 146.

<sup>93</sup> Jämför Hansen (2013), *Active Owners and Accountable Directors*, i *Boards of Directors in European Companies – Reshaping and Harmonising Their Organisation and Duties*, Kluwer Law International, s. 243.

<sup>94</sup> Detta handlar inte om självförhållande, utan är en observation som några av nutidens allra mest framstående amerikanska brittiska bolagsstyrningsforskare konstaterat, se till exempel Gilson (2014), *The Nordic Model in an International Perspective*, i *The Nordic Corporate Governance Model*, SNS Förlag, s. 94.

<sup>95</sup> Det bör dock för god ordnings skull påpekas att ett krav på att styrelseledamöter ska vara oberoende i förhållande till aktieägarna i rättsligt hänseende i viss utsträckning är som att förbjuda tjuvjakt, eftersom en styrelseledamot är skyldig att agera med aktieägarkollektivets bästa för ögonen, och inte representera ”sin” ägare, under skadeståndsansvar.

uppställa långtgående krav på att styrelsen ska vara oberoende i förhållande till större aktieägare – till exempel kräva att en majoritet eller hela styrelsen skulle vara oberoende från aktieägarna, vilket från tid till annan föreslagits<sup>96</sup> – vore emellertid totalt missriktat, eftersom det skulle riskera att leda till att vi i Sverige fick just de problem som oberoendekravet i USA och Storbritannien syftade till att hantera genom att erodera de större aktieägarnas kontrollmöjligheter och -incitament. Faktum är som berörts att oberoendekravet i USA *inte alls gäller* i bolag där det finns en kontrollerande ägare, eftersom den ägaren då förväntas fylla den roll som oberoende styrelseledamöter skulle göra, och därtill mer effektivt.<sup>97</sup> Att en eller ett par styrelseledamöter är oberoende i förhållande till större aktieägare kan således motiveras utifrån ett likabehandlingsperspektiv, men ett för strängt oberoendekrav i relation till ägarna skulle sannolikt vara till skada för alla aktieägare.<sup>98</sup> Närliggande resonemang (med samma slutsats) har förts av lagstiftaren i frågan om lagkrav på minoritetsrepresentation i styrelser. Frågan diskuterades först i förarbetena till 1975 års aktiebolagslag i Aktiebolagsutredningens betänkande SOU 1971:15, där utredningen berörde frågan om en legal rätt för minoriteten att tillsätta styrelseledamot men avfärdade en sådan regel med hänvisning till risken för ”för styrelsens handlingskraft farliga slitningar”.<sup>99</sup> Diskussionen

<sup>96</sup> Se till exempel det särskilda yttrandet bilagt till *Svensk kod för bolagsstyrning – Förslag från kodgruppen* (SOU 2004:46) såväl som punkt 13.1 i kommissionens rekommendation.

<sup>97</sup> Se avsnitt 3.2 ovan. Se även Balotti, Elson & Laster (2000), *Equity Ownership and the Duty of Care: Convergence, Revolution, or Evolution*, *The Business Lawyer* 55(2) s. 661, samt Laster (1999), *Exorcizing The Omnipresent Specter: The Impact of Substantial Equity Ownership by Outside Directors on Unocal Analysis*, *The Business Lawyer* 55(1), s. 109. Det kan noteras att den amerikanska modellen för tillsättning av styrelseledamöter kritiserats för att den gör även de oberoende styrelseledamöterna beroende i förhållande till bolagets ledning, och tillsättningen av styrelseledamöter i Sverige genom valberedningen är en sådan ”gold standard” som Bebchuk & Hamdani argumenterar för som lösning, se Bebchuk & Hamdani (2017), *Independent Directors and Controlling Shareholders*, *University of Pennsylvania Law Review* 165(6), s. 1271.

<sup>98</sup> Och man ska förstås inte heller glömma att styrelsen vanligen har ytterligare från aktieägarna oberoende styrelseledamöter genom arbetstagarrepresentanterna, se lagen (1987:1245) om styrelserrepresentation för de privatanställda.

<sup>99</sup> Se SOU 1971:15 s. 205. Motsvarande uppfattning redovisades också i den efter följande propositionen med förslag till ny aktiebolagslag, prop. 1975:103 s. 251–252: ”Bolagets styrelse tillsätts enligt gällande lag normalt av bolagsstämman genom majoritetsbeslut. Under remissbehandlingen har emellertid frågan väckts om minoritet bör tillerkännas rätt att utse någon ledamot i styrelsen. Med anledning härav vill jag framhålla, att det inte är ovanligt att bolagsstämman vid styrelseval faktiskt låter aktieägare, som har aktiepost av viss storlek, utse en styrelseledamot. Ett sådan [sic] förfaringssätt tillämpas emellertid knappast när det råder motsättningar mellan olika aktieägargrupper. Först i sådana situa-

berördes även i förarbetena till 2005 års aktiebolagslag i Aktiebolagskommitténs betänkande, och även då avfärdades tanken om ett krav på minoritetsrepresentation i styrelserna med hänvisning till risken för slitningar och handlingsförlamning i styrelsen.<sup>100</sup>

För det tredje visar skillnaden i oberoendekravets syften i angloamerikansk och svensk kontext vikten av flexibilitet och förståelse för nationella skillnader i harmoniseringen av bolagsstyrningen.<sup>101</sup> Kommissionens rekommendation om oberoende styrelseledamöter från 2005 var baserad på brittisk förlaga, och angav att ”oberoende styrelseledamöter” var ledamöter som (kursivering tillagd)

inte har något affärsmässigt, familjemässigt eller annat förhållande – till företaget, *dess kontrollerande aktieägare* eller ledningen av endera av dem – *som skapar en intressekonflikt av sådant slag att den kan äventyra hans eller hennes omdömesgilla agerande.*<sup>102</sup>

Att en styrelseledamot är ”beroende” i förhållande till aktieägare är dock inte en intressekonflikt som äventyrar ledamotens omdömesgilla agerande, utan skapar i stället incitament och kanske även styrka att på ett adekvat sätt övervaka ledningens arbete. Vidare är den svenska bolagsstyrningsmodellen – till skillnad från den brittiska förlagan för kommissionens rekommendation – uppbyggd kring mekanismer just för att hantera riskerna förknippade med en nära koppling mellan styrelse och kontrollerande aktieägare. Till saken hör också att oberoende styrelseledamöter i många länder, inklusive USA, har i uppgift att särskilt hantera frågor om val av revisor, styrelseersättning och närståendetransaktioner – alla frågor som vi i Sverige har gått betydligt längre i genom att fordra att det är stämman och inte styrelsen som ska behandla sådana beslut.<sup>103</sup>

Sammanfattningsvis är de bolagsstyrningsfrågor och -problem som behandlas i aktiebolags- och aktiemarknadsrätten olika i olika länder, även

tioner skulle en rätt för minoritet att tillsätta styrelseledamot få påtaglig betydelse. Men samtidigt skulle man i styrelsen bygga in de motsättningar som finns på bolagsstämman. Det finns risk för att detta skulle kunna leda till att bolagsledningen förlamas till följd av stridigheter inom styrelsen.”

<sup>100</sup> Se Aktiebolagskommitténs betänkande SOU 1995:44 (*Aktiebolagets organisation*), s. 199.

<sup>101</sup> Jämför OECD (2018), *Flexibility and Proportionality in Corporate Governance*, OECD Publishing, där just detta är huvudbudskapet.

<sup>102</sup> Se punkt 13.1 i kommissionens rekommendation.

<sup>103</sup> Se Bebchuk & Hamdani (2017), *Independent Directors and Controlling Shareholders*, University of Pennsylvania Law Review 165(6), s. 1282 ff.

om många av begreppen som används, såsom ”oberoende styrelseledamot” och som framgått i avsnitt 2 rentav ”aktieägare”, ofta är desamma. Därför är – och måste – lösningarna också vara olika. Vill man fördjupa sig i de mekanismer som i svensk rätt används för att hantera agentproblem mellan styrelse och ägare, och även ägare emellan, såsom beträffande aktieägarnas inflytande över styrelsens och ledningens arvoden, aktieägarnas företrädesrätt, initiativ- och frågerätt, reglering av närståendetransaktioner, rätten för en aktieägarminoritet att utse minoritetsrevisor och särskild granskning och att kräva utdelning, hänvisas till Johanssons *Svensk associationsrätt i huvuddrag*.

