

Ett förslag till en ny svensk politik för ägande på börsen

Dagens Industri den 30 mars 2011

En vital börs är en viktig del av en dynamisk ekonomi. Där kan investerare kanalisera sitt kapital till växande företag. Börsen bidrar också till en genomlysning av våra stora företag. Därför är det oroande att den svenska börsen gradvis minskar i -betydelse. En starkt bidragande orsak till detta är att vi har infört ett regelverk för de svenska börsföretagen som är avpassat efter bolagsstyrning av amerikansk eller brittisk modell. Ofta är udden direkt riktad mot den svenska modellen för bolagsstyrning.

Sverige har haft en lång tradition av ägarstyrda företag på börsen. Kontrollägandet bygger vanligtvis på att ägaren förfogar över flera röster i företaget än vad som motsvarar det insatta kapitalet. Skillnaden mellan -röst-utövande och kapitalinsats har ofta varit större här än i andra länder.

Den anglosaxiska bolagsstyrningsmodellen bygger i stället på ett spritt ägande av företagets aktier och att den direkta styrningen av företaget utövas av företagets ledning (USA) eller av en från ägarna relativt -fri-stående styrelse (Storbritannien).

Internationaliseringen av finansmarknaderna förutspåddes allmänt leda till en konvergens mot den anglosaxiska bolagsstyrningsmodellen. Världen över har det också skett en uppstramning av regelverken för -finansmarknad och börser. I Europa har EU-kommissionen haft en ledande roll i denna process. Regelverket i de anglosaxiska länderna har varit det uppenbara idealet. Konvergens mot den anglosaxiska modellen har setts som både oundviklig och önskvärd.

Därmed är Sverige och Europa på väg att få ett regelverk som ofta har udden direkt riktad mot den svenska kontrollägarmodellen. Det tydligaste exemplet är EU-kommissionens uttalade ambitioner att förbjuda A- och B-aktier. Detta har inte genomförts, men det finns andra viktiga direktiv som går i samma riktning och som resulterat i lagstiftning i Sverige. Dit hör reglerna om budplikt och förbudet mot budpremie.

Också den svenska bolagskoden har hämtat inspiration från -anglo-saxiska förhållanden, vilket ibland har resulterat i regler som går på tvärs med logiken i den svenska ägarmodellen. Ett exempel är kravet på oberoende styrelseledamöter.

Det problematiska, ur ett svenskt perspektiv, är att reglerna är utformade med sikte på en modell för bolagsstyrning som inte kan fungera här.

I Sverige är det inte möjligt för företagsledningen att på ett självständigt sätt leda ett "ägarlöst" företag.

I USA har företagsledningen en stark plattform för en egen styrning av företaget. Stora delar av företagsledningen sitter i styrelsen. Man kan gå ut till ägarna och begära in röster för en egen linje. Man kan också vidta åtgärder som skulle förpesta livet för en alternativ företagsledning, så kallat giftpiller. Viktigt är också att hela styrelsen inte behöver väljas om vid ett tillfälle. Ofta nyväljs endast en tredjedel av styrelsen vid en årlig -ordinarie

bolagsstämma. I Storbritannien är det en från ägarna fristående styrelse som har motsvarande starka ställning gentemot ägarna.

I Sverige finns inget av detta. -Bolagsstämman kan när som helst avsätta hela styrelsen och en ny styrelse kan byta ut hela företags-ledningen. Ledningen har heller inga egna medel till förfogande för att hävda en självständig ställning mot -bolagsstämmans majoritet. Hela den svenska bolagskulturen talar också för att vd:n inte agerar i ägarfrågor. Det blir då mycket svårt för ledningen att framgångsrikt driva ett ägarlöst företag. På Stockholmsbörsen finns -också få företag utan kontrollägare.

Vi inför sålunda regelsystem för de svenska börsbolagen som är avpassade för ett system som inte kan fungera i Sverige och som försvagar det system som ännu kan fungera. Som vi visar i en artikel som publiceras i nästa nummer av Ekonomisk Debatt och som presenteras på SNS-konferensen "Vem ska äga Sverige" i dag, har det lett till en trendmässig nedgång i börsens betydelse för de svenska företagen. I stället får vi en snabb tillväxt av två styrningsmodeller som inte är kopplade till en börsnotering: svenska företag som är dotterbolag till utländska företag och ägande via riskkapitalbolag, vilket har fått en omfattning som, relativt sett, är bland de största i världen.

Vi ser därför en klar risk att den svenska börsen på sikt kan komma att dö sothöden. Vill vi undvika detta kan vi välja två vägar, som inte nödvändigtvis utesluter varandra.

Den ena vägen innebär att vi bejakar att kontrollägandet är den styrmodell som är livskraftig på den svenska börsen och utvecklar ett regelverk som främjar denna modell.

Detta skulle bland annat innebära att de nuvarande regelverken för budplikt och budpremier avskaffas eller luckras upp så långt som möjligt inom ramen för de nuvarande EU-direktiven. Därtill skulle rösträttsdifferentierade aktier accepteras fullt ut. Ägarnas rätt att tillsätta styrelseledamöter bör heller inte inskränkas. Vikti-gast här är att inte ställa krav på oberoende ledamöter.

Den andra och kompletterande vägen är att aktivt stärka möjligheterna för företagsledningen att styra företaget när ägandet är spritt, vilket skulle innebära ett regelverk som ger förutsättningar för en effektiv bolagsstyrning både i företag med och utan kontrollägare. En svårighet är att det inte bara handlar om lagstiftning. Det finns i Sverige mycket starka före-ställningar om legitimiteten i kontrollägarmodellen. Därför kan det vara svårt att vinna politisk acceptans för en lagstiftning som ger företagsledningen och styrelsen ett tillräckligt mått av självständighet i förhållande till bolagsstämman.

Så länge ingen av de två angivna vägarna följs, kan vi förvänta oss att en allt mindre del av det svenska näringslivet kommer att utgöras av företag som är börsnoterade i Sverige.

Magnus Henrekson professor i nationalekonomi och vd, Institutet för Näringslivsforskning, IFN

Ulf Jakobsson docent och forskare i nationalekonomi, verksam vid IFN.