

CLAS BERGSTRÖM
PETER HÖGFELDT
PER SAMUELSSON*

Minoritetsskyddet i börsföretag: tvingande eller dispositivt?

Den regleringspolitiska debatten på det bolags- och börsrättsliga området, såväl i Sverige som inom EG, avspeglar entydigt uppfattningen att det behövs ytterligare lagstiftningsåtgärder. Som en röd tråd genom debatten går tanken att en mycket väsentlig uppgift för lagstiftaren är att skydda den aktieägande minoriteten från majoritetens maktutövning. Med utgångspunkt i olika reformförslag undersöks i denna artikel det principiella behovet av att lagstiftningsvägen reglera majoritetens handlingsfrihet i börsbolag. Författarna argumenterar för att det på fungerande kapitalmarknader inte finns några väsentliga behov av tvingande lagstiftning. De menar att aktiebolagsformen fungerar bättre som associationsform om aktieägarna har frihet att själva avtala om de regler som skall gälla för samarbetet. Dessutom visar de att flera aktuella reformförslag medför samhällsekonomiska kostnader.

1. Regleringstendenser

Som en direkt följd av EES-avtalet och ansökan om medlemskap i EG står Sverige inför omfattande förändringar bland annat vad gäller en rad bolags- och börsrättsliga regler. De nationella aktiebolagslagarna vilar på olika rättsliga traditioner. Detta återspeglas i de stora skillnader som finns i reglernas utformning. Skillnaderna har uppfattats som ett hin-

der för förverkligandet av en gemensam marknad. Den metod som hittills använts för att överbrygga dessa skillnader är att harmonisera de olika ländernas aktiebolagslagar.¹

Utöver de EG-direktiv som redan är i kraft föreligger bl a ett mycket kontroversiellt förslag till det femte bolagsrättsdirektivet. Det behandlar aktiebolagsrättsliga strukturfrågor (tex bolagsledningens uppbyggnad), röstvärdesdifferenser och formerna för de anställdas medbestäm-

CLAS BERGSTRÖM är docent i nationalekonomi, PETER HÖGFELDT är M Sc i matematisk ekonomi och ekonometri och PER SAMUELSSON är jur dr. Alla tre är verksamma vid Handelshögskolan i Stockholm. Clas Bergström och Peter Högfeldt är knutna till Institutionen för finansiell ekonomi och Per Samuelsson till Rättsvetenskapliga institutionen.

* Vi vill speciellt tacka Carl Martin Roos för värdefulla synpunkter. Clas Bergström och Per Samuelsson tackar Institutet för juridik och ekonomi för finansiellt stöd och Peter Högfeldt har tacksamt erhållit stöd från Bankforskningsinstitutet.

¹ För en översikt över de bolagsrättsliga direktiven, se Abrahamsson, Lundius, Lundvall, Pettersson & Schött [1991]. De börsrättsliga direktiven finns inte samlade i någon svensk översättning.

mande m m. Om förslaget genomförs i sin nuvarande utformning kommer det att medföra viktiga förändringar och begränsningar i fråga om hur makten i aktiebolag utövas.

En statlig kommitté – Aktiebolagskommittén – arbetar just nu med ett förslag till hur den svenska aktiebolagslagen från år 1975 (förkortas ABL i det följande) skall anpassas till förekommande EG-bestämmelser.² I kommittédirektiven påpekas också att utredningen skall följa behandlingen av en rad nya förslag från EG-kommissionen och utifrån den europeiska utvecklingen överväga motsvarande regleringar inom den svenska aktiebolagsrätten. Beredskapen från svensk sida att anpassa den inhemska rätten till de regler som gäller inom EG är, inte minst på bolagsrättens område, utomordentligt hög. När anpassningsfasen är över kommer en total översyn av Aktiebolagslagen att genomföras (Dir 1990:46; Översyn av aktiebolagslagen).

Den regleringspolitiska debatten på det bolags- och börsrättsliga området, såväl i Sverige som inom EG, avspeglar entydigt uppfattningen att det behövs ytterligare lagstiftningsåtgärder.³ Som en röd tråd genom debatten går tanken att en mycket väsentlig uppgift för lagstiftaren är att skydda den aktieägarminoriteten från majoritetens maktutövning. Flera i vårt land aktuella regleringsförslag har siktet inställt på att ytterligare reducera ägarmajoritetens handlingsfrihet.

Ett förslag är en direkt reaktion på uppdragade missförhållanden i samband med Fermenta-affären. I Stockholms fondbörs Fermenta-utredning finns bl a ett förslag om att införa en *tvångande rösträttsbegränsningsregel* (Stockholms fondbörs [1988]). Förslaget innebär att ingen aktieägare skall kunna företräda mer än 10 procent av sitt aktieinnehav på bolagsstämman i frågor som exempelvis avser val och entlediganden av styrelseledamöter.⁴ Avsikten med förslaget är således att

öka de små aktieägarnas röstmakt på bolagsstämman.

Ett annat förslag berör *möjligheterna att åberopa minoritetsskyddsreglerna* i ABL. Med minoritetsskyddsregler avses alla regler i ABL och bolagsordningen som reglerar majoritetens och bolagsorganens maktutövning.⁵ Sveriges Aktiesparares Riksförbund och Stockholms fondbörs har föreslagit en sänkning av den andel av aktiekapitalet som krävs för att en aktieägare eller en grupp av aktieägare skall kunna göra gällande minoritetsskyddsregler (Dir 1990:46; Översyn av aktiebolagslagen). Anledningen sägs vara de praktiska svårigheter som ligger i att samla de små aktieägarna i de stora börsbolagen i tillräcklig omfattning.

Flera debattinlägg framför kritik mot *aktier med olika rösträtt* eftersom systemet kan användas till att hålla kontroll över företaget med en begränsad kapitalandel (Jfr SOU 1986:23). Eftersom den som har kontrollen med stöd av röststarka

² Kommittén har redan avgivit ett delbetänkande om bundna aktier, SOU 1992:13. Förslaget går i stort sett ut på att upphäva ABL kap 17 i sin helhet, dvs avskaffa det nu gällande systemet med bundna aktier. Motsvarande bestämmelser i Bankaktiebolagslagen och Försäkringsrörelselagen föreslås också bli upphävda. Ett betänkande om EG-anpassning av den svenska ABL har nyligen publicerats i SOU 1992:83. En viktig ändring som föreslås är en uppdelning mellan privata och publika aktiebolag. Endast de publika skall ha rätt att vända sig till de finansiella marknaderna för att anskaffa riskkapital.

³ Distinktionen mellan bolags- och börsrätt är inte fullt etablerad som grund för klassificeringen av olika lagstiftningsprodukter eller EG-direktiv, se Davies [1991, s 92–105].

⁴ Den regel i ABL 9 kap 3 § som begränsar rösträtten till 1/5 av de på stämman företradda aktierna är nämligen dispositiv. Genom bestämmelser i bolagsordningen kan denna regel både lindras och skärpas.

⁵ Regeringens proposition 1975:103, s 139.

aktier inte bär en motsvarande andel av de ekonomiska konsekvenserna av de beslut som fattas, anses detta öka risken för att företaget sköts ineffektivt. Man ifrågasätter därför de nu gällande reglerna som tillåter företagen att ge ut aktier med olika rösträtt och propagerar istället för att man skall tvinga företagen att följa principen en aktie/en röst.

Ett syfte med artikeln är att med utgångspunkt från dessa reformförslag undersöka det principiella behovet av att lagstiftningsvägen reglera majoritetens handlingsfrihet i börsbolag.⁶ Den etablerade uppfattningen bland rättsvetare är att ett effektivt rättsskydd för minoriteten kräver tvingande lagregler. Den nuvarande modellen för utformning av minoritetsskydd utgörs också till övervägande delar av tvingande regler. I avsnitt 2 diskuterar vi från ekonomiska utgångspunkter hur man kan utforma en bolagsrättslig lagstiftning.⁷ Vi argumenterar för att det på fungerande kapitalmarknader inte finns några väsentliga behov av tvingande lagstiftning. Vår slutsats är att aktiebolagsformen fungerar bättre som associationsform om aktieägarna har frihet att själva avtala om de regler som skall gälla för samarbetet. Efter detta principiellt orienterade avsnitt analyseras i avsnitt 3 några aktuella reformförslag som syftar till att förstärka minoritetens maktställning. Avsnitt 4 sammanfattar artikeln.

2. Behovet av tvingande minoritetsskyddsregler i börsbolag

Makten i ett aktiebolag vilar på majoritetsprincipen. Majoriteten har rätt att utse företagets styrelse som väljer företagets ledning som i sin tur fattar företagets operativa beslut. Majoriteten har således makt över minoriteten att bestämma över företagets skötsel. Kontrollaktieägaren kan därför bereda sig fördelar på minoritetens bekostnad.⁸ Detta kan ske på många sätt. Man kan inte utesluta att en kontrollaktieägare utnyttjar sin företags-

ledande ställning till transferprissättning på gynsamma villkor för ett annat företag han äger. En annan möjlighet är att han utnyttjar sin position till att blockera en budgivare trots att budet ur minoritetsaktieägarnas perspektiv är förmånligt.

Majoriteten kan således fatta beslut som inte är i bolagets intresse eller är direkt skadliga för minoriteten. Lagstiftare har därför infört olika former av tvingande inskränkningar i majoritetens handlingsfrihet. Troligen har enskilda fall av missbruk haft stor betydelse för rättsutvecklingen rörande minoritetsskydd.⁹ Likafullt är ett ofta åberopat motiv för att lagstifta förknippat med antagandet att placerare

⁶ Aktiebolag är av mycket skiftande storlek och alla problem har inte samma aktualitet för alla bolag. Vi har därför bestämt oss för att koncentrera framställningen kring sådana företag som har aktier noterade vid en fondbörs ("börsbolag").

⁷ För ett rättsekonomiskt perspektiv på bolagsrätten, se Easterbrook & Fischel [1991a, 1991b]. Ekonomisk analys av svensk bolags- och börsrätt har behandlats av Bergström [1992a], Bergström, Högfeldt & Samuelsson [1992] och Macey [1992].

⁸ Vår argumentation i denna artikel passar in i en allmän modellram för ofullständiga kontrakt. Vid tidpunkten då aktien förvärvas är det omöjligt att förutse alla möjliga framtida händelser som påverkar dess värde. Följaktligen är det inte heller möjligt att skriva ett fullständigt kontrakt som är betingat av sådana oförutsägbara förlopp. Exempelvis ger majoritetsregeln en kontrollaktieägare möjlighet att vid en framtida tidpunkt fatta beslut som strider mot minoritetens intressen eller som direkt exploaterar deras röstmässiga underläge. Huvudargumentet i artikeln är emellertid att det finns rationella ekonomiska krafter som motverkar en sådan maktutövning av majoriteten.

⁹ Reglerna om sk "utsvältning" (majoriteten förvägrar minoriteten vinstutdelning) är ett välkänt exempel som uppmärksammades särskilt i samband med 1944 års lag, se SOU 1944:9, s 24.

kommer att avstå från att satsa kapital i aktiebolag som saknar skyddsregler av olika slag (Rodhe [1990, s 239]). I sin tur antas detta vara till skada för näringslivet och därmed för samhället i stort. Ges minoriteten å andra sidan för långtgående rättigheter kan de lamslå hela bolagets verksamhet; även detta är naturligtvis något som måste undvikas. Lagstiftaren räknar alltså med att även minoriteten kan komma att missbruka sina befogenheter. Avvägningen mellan majoritetens och minoritetens befogenheter anses därför tillhöra ett av de mer komplicerade områdena i bolagsrätten (Nial [1991, s 136]).

Den nuvarande modellen för utformning av minoritetsskydd i aktiebolag utgörs till övervägande delen av tvingande lagregler. Reglerna förväntas passa aktieägare i alla bolag från det största publika bolag till det minsta familjeföretaget. Eftersom minoritetsskyddsreglerna gjorts tvingande tyder detta på att lagstiftaren anser att motsvarande regler inte skulle förekomma annars.¹⁰ Den centrala frågan vi ställer är om det verkligen finns behov att lagstiftningens vägen sätta upp tvingande gränser för majoritetens handlingsfrihet eller om bolagen fritt skall få bestämma vilka regler som skall gälla för bolaget.

Om lagstiftningen inte sätter upp tvingande regler kommer bolagsordningen att utgöra det centrala "avtalsdokumentet" och grundarna av aktiebolaget kan fritt bestämma innehållet i bolagsordningen.¹¹ Om man finner det lämpligt kan den komma att innehålla ett stort antal avvikelser från lagens dispositiva regler. Även minoritetsskyddet kan utformas så att det passar stiftarnas egna önskemål och behov.

Låt oss diskutera de tänkbara effekterna av denna frihet och då utgå från den situation som råder när ett aktiebolag för första gången skall børsintroducera sina aktier. Om de befintliga aktieägarna anser att bolaget är i behov av mer kapital kanske de beslutar att genomföra en nyemission i samband med børsintroduktion.

Inför nyemissionen kommer de att finna det lönsamt att utforma bolagsordningen så att den med hänsyn till kostnaderna för dess upprätthållande skapar en effektiv avvägning mellan minoritets- och majoritetsintressen.

Om minoritetsaktieägarna utlämnas åt majoritetens godtycke skulle det uppfattas som alltför riskfyllt att gå in i minoritetsställning i företaget. Ett svagt minoritetsskydd reducerar de små aktieägarnas förväntade avkastning, vilket kommer att resultera i ett lägre teckningspris på aktierna. Å andra sidan kan ett för starkt minoritetsskydd underminera företagens möjlighet att få en handlingskraftig ledning och ge vissa minoritetsgrupperingar tillfälle till maktmissbruk på såväl majoritetens som andra minoritetsaktieägares bekostnad. Ett för starkt skydd innebär därför på motsvarande sätt en reduktion av viljan att investera i företaget och ett lägre teckningspris. Ett väl avvägt minoritetsskydd ger därför den lägsta kapitalkostnaden.

På motsvarande sätt kommer placerare att värdera varje enskilt erbjudande om förvärv av andra slag av finansiella instrument. Om ett visst instrument som är förknävat med villkor som underlättar för en grupp aktieägare att exploatera minoriteten erbjuds på marknaden kommer rationella placerare att kräva en högre förväntad avkastning för att vara beredda att tillskjuta riskkapital på dessa villkor. De be-

¹⁰ Ett exempel på författare som anser att minoritetsskydd bara kan skapas genom tvingande rättsnormer ("absoluta lagstadganden") är Taxell [1983, s 16].

¹¹ Normalt avser en avtalsrelation en bestämd prestation som har en naturlig slutpunkt då parternas prestationer fullbordats. Det är alltså i första hand obligationsrättsliga förhållanden som åsyftas. Ett aktieförvärv avser ju en i tiden obestämd relation och utan samma klara avgränsning vad gäller parternas prestationer. Vi har emellertid funnit kontraktsanalogen belysande.

fintliga aktieägarna inser i sin tur att placera bara kan acceptera dessa villkor om de erbjuds att betala mindre för denna typ av instrument. Antingen får de befintliga aktieägarna då acceptera ett lägre tillskottsbelopp eller undvika de prissänkande villkoren för att få så låga kapitalkostnader som möjligt.

En fundamental fråga i detta sammanhang är naturligtvis i vilken utsträckning aktiekurserna kan antas återspegla reglerna i ett företags bolagsordning och egenskaperna hos olika mer eller mindre komplicerade finansiella instrument. Viotti & Urwitz [1988] och Miller & Upton [1989] diskuterar aktiemarknadens informationseffektivitet. Efter en genomgång av ett stort antal vetenskapliga studier blir slutsatsen i båda uppsatserna att aktiemarknadens förmåga att bearbeta information är betydande. Det finns också en rad studier som visar hur förändringar i bolagsordningen har mätbara och förutsägbara effekter på aktiekursen (DeAngelo & Rice [1983]).

Mycket talar således för att normer i bolagsordningar och olika egenskaper hos finansiella instrument återspeglas i priserna. Detta innebär inte nödvändigtvis att marknaden åstadkommer en perfekt värdering av varje enskild aspekt av minoritetsskyddet i ett företag. Men om det är omöjligt för professionella investerare med förmögenheter som står på spel att genomskåda de verkliga effekterna av en minoritetsskyddsregel (eller avsaknaden av en sådan), hur skall då lagstiftaren kunna göra en bättre bedömning? Det avgörande är således inte huruvida marknaderna är fullständigt perfekta utan om det finns någon annan institution som på ett bättre sätt kan företa utvärderingen.

Diskussionen så här långt har förutsatt att alla delar av bolagsordningen var överenskomna "från början", dvs vid den tidpunkt en placerare köpte aktier i företaget. Men bolagsordningen kan komma att ändras. Fattas ändringsbeslutet på ett rättsenligt sätt behöver inte den vinnande

sidan kompensera den förlorande. Följden blir att en del aktieägare kan komma att åsamkas kapitalförluster. Det är naturligtvis möjligt att sälja börsnoterade aktier, men det går inte att undvika en förlust om förändringen medför ett kursfall. Om å andra sidan alla ändringar är förbjudna eller om full enighet krävs för alla beslut, skapas en så låst struktur att det lätt skapar minoritetsmissbruk. Sådana regler är därför inte till fördel för några intressen och efterfrågas därför inte heller. Kännedom om vilka förutsättningar som gäller för ändringar tillsammans med det faktum att dessa prissätts ger ett erforderligt minoritetsskydd. Den mekanism genom vilken företagens grundare eller de befintliga aktieägarna själva får bära kostnaderna för ett svagt minoritetsskydd, är även här verksamt. En förändring av bolagsordningen som innebär att en minoritetsställning blir mer riskfylld, kommer att slå tillbaka i form av högre kapitalkostnader för nytt riskvilligt kapital.

Ett argument för att lagstiftaren bör ingripa och formulera tvingande regler bygger på ett ifrågasättande av aktiemarknadens förmåga att värdera skillnader mellan olika bolag på ett adekvat sätt. Om det är möjligt att visa att alla relevanta dimensioner av aktiebolaget, t ex innehållet i bolagsordningen, inte återspeglas i aktiekursen och att dessutom kursen är systematiskt snedviden ur placerarnas synvinkel, har regleringsargumentet bärkraft. Men så vitt vi kan förstå föreligger det inte någon motsättning mellan privata incitament och samhällsekonomiska intressen vid valet av de regler som skall gälla för bolaget. Eftersom det ligger i aktieägarnas intresse att i bolagsordningen åstadkomma ett godtagbart investerarskydd behöver de inte utformas som tvingande lagregler.

Även om det hade visat sig vara att föredra att minoritetsskyddsreglerna utformas som tvingande rättsregler är det helt tydligt att svårigheterna att utforma dessa

regler är betydande. Behovet av minoritetsskydd varierar från ett företag till ett annat. Helt säkert finns det också skilda behov under olika tidsperioder. Till detta kommer att företagens kapitalstruktur består av många olika kontrakt. Att blandningen av olika kontrakt i hög grad varierar mellan olika företag pekar på att det inte finns några enkla lösningar för hur försörjningen av riskvilligt kapital skall gå till. Svårigheten att finna det "rätta" minoritetsskyddet och lämpliga kriterier för vilka finansiella instrument som skall användas är därför uppenbar. Detta problem accentueras ytterligare om ambitionsnivån är att formulera tvingande lagstiftning med generell giltighet för alla slags aktiebolag.

Varför en aktiebolagslag?

Den mest radikala slutsatsen är således att lagstiftning på aktiebolagsrättens område avskaffas och att varje företag fritt kan utforma sin egen bolagsordning. Mycket talar emellertid för att en dispositiv lagstiftning har stora fördelar framför ingen lag alls. Skälet är helt enkelt att det finns en lång rad regler i den nu gällande ABL som nästan alla som bildar aktiebolag kan förväntas införa även om det råder avtalsfrihet. Dessa regler finns "gratis" att tillgå i lagen vilket gör det lättare att koncentrera sig på regler och frågor som är mer specifika för just den verksamhet man avser att bedriva. Även om de som bildar bolaget mycket noggrant försöker förutse alla tänkbara framtida situationer som bör regleras i bolagsordningen kommer de med all säkerhet att missa mycket som är väsentligt. En dispositiv aktiebolagslag kan då bidra med lösningar på dessa problem. Det är naturligtvis även en fördel för nytillkommande placerare att företaget har utgått från standardiserade modeller. Detta besparar kostnader som normalt är förknippade med att inhämta information.¹²

Vilka effekter får då en dispositiv lag-

stiftning för minoritetsskyddets utformning och omfattning? Om avtalsfrihet råder och om ett bolag avstår från att införa varje form av minoritetsskydd, kan det inte uteslutas att en förment fördelad aktieägare vänder sig till domstol för att få bolagsordningen jämkad eller rent av ogiltigförklarad. Denna möjlighet står alltid öppen och är uppenbar om bolagsordningen skall jämföras med ett kontrakt. Om talan blir föremål för prövning kommer den dispositiva rätten att få stor betydelse eftersom den kan förmodas vara utformad på ett sådant sätt att den understryker vikten av att exempelvis minoritetens och majoritetens rättigheter är väl avvägda.

Den övergripande slutsatsen i detta avsnitt är att det inte finns några bärande motiv att med tvingande regler begränsa en ägarmajoritets handlingsfrihet gentemot minoriteten. Däremot anser vi att en viktig uppgift för lagstiftaren är att bygga upp ett system av dispositiva regler som anknyter till den typbildning av avtal som förekommer i det praktiska affärslivet. Vi skall nu tillämpa detta perspektiv och diskutera några aktuella reformförslag inom bolagsrätten.

3. Analys av tre regleringsförslag

Rösträttsbegränsning

Enligt ABL 9 kap 3 § får ingen aktieägare rösta för mer än 20 procent av de på stäm-

¹² En särskild fråga är förstås om en dispositiv rätt ger en fördelad aktieägare samma möjligheter att åstadkomma en rättelse jämfört med om han kunnat finna stöd i en tvingande lagstiftning. Huruvida en skyddsregel återfinns i en giltig bolagsordning eller i en tvingande lagbestämmelse saknar egentligen betydelse för aktieägarens ställning. I princip kommer den rättsliga prövningen att ske på samma sätt. Det finns alltså ingenting som *a priori* talar för att tvingande regler i detta avseende skulle vara att föredra framför individuellt utformade regler i en bolagsordning.

man företräda aktierna om inte bolagsordningen föreskriver annat. Avsikten med regeln är att öka möjligheterna för mindre aktieägare att göra sig gällande gentemot de större ägarna.¹³ Avvikelser från denna regel är tillåten. Det förekommer ofta bestämmelser i bolagsordningar om att var och en får rösta fullt ut för sitt aktieinnehav.¹⁴ Möjligheten finns även att i bolagsordningen föreskriva lägre röstmaximum än den föreskrivna huvudregeln.

I Fermenta-utredningens åtgärdslista finns ett förslag att införa en tvingande rösträttsbegränsningsregel. Förslaget innebär att ingen aktieägare skall kunna företräda mer än 10 procent av kapitalet på bolagsstämman i frågor som exempelvis avser val och entledigande av styrelseledamöter (Stockholms fondbörs [1988]).

En förutsättning för att på ett meningsfullt sätt kunna diskutera effekterna av en tvingande röstbegränsningsregel är att man förstår varför företag har koncentrerat ägande och vilka olika roller kontrollaktieägare spelar. Vi skall redogöra för två principiella förklaringar. Den första pekar på att ägarkontroll kan fungera som en lösning på ett informations- och övervakningsproblem. Den andra förklaringen till kontrollposter tar sin utgångspunkt i svårigheten att skriva fullständiga avtal som reglerar alla tänkbara framtida frågor som kan uppkomma i ett samarbete.¹⁵

Den första förklaringen tar fasta på de problem som kan uppstå då ägande och kontroll separeras i stora företag. När aktieägarna delegerar beslutsfattandet till en professionell företagsledning som inte bär de fulla konsekvenserna på företagsvärdet av de beslut som fattas, kan den låta sig vägledas av andra intressen än de som ägarna representerar. Eftersom ledningen kontrollerar bolagets ekonomiska resurser kan de gynna sig själva. Alla förvärv – från företagsförvärv i syfte att bygga ett imperium till inköp av direktionsjetplan – som har ett högre värde för

ledningen än för aktieägarna kan räknas hit. Ledningen kanske också har en annan riskattityd jämfört med aktieägarna. Medan aktieägarna kan diversifiera bort den företagsspecifika risken saknar ledningen denna möjlighet. Om ledningen har hög personlig riskaversion kan det leda till att projekt som aktieägarna hade velat se genomförda aldrig genomförs.

Bolagsstämman är i strikt mening det forum där aktieägarna kan utöva sitt inflytande. Motivationen att delta i stämman är emellertid begränsad. Det är stora kostnader förknippade med att erhålla information om företagets verksamhet och företagsledningens kompetens. Värdet för en liten aktieägare av en effektivitetshöjning är dessutom liten. Det krävs exempelvis en ingående analys för att avgöra huruvida ett företagsförvärv är motiverat av att företagsledningen är imperiebyggare och vill sprida riskerna eller om förvärvet utgör en lönsam strategisk satsning. Trots att aktieägarna innehar den formella rätten att övervaka företagets skötsel och påverka verksamhetsinriktningen har således den individuella aktieägaren måttliga incitament att utöva denna rättighet på bolagsstämman. Man brukar säga att små aktieägare är "rationellt likgiltiga". Detta framgår också av

¹³ Regeringens proposition 1975:103, s 391. Ett annat skäl till att ABL 1975 innehåller den aktuella röstkvotsregeln är att lagstiftaren ville hindra maktomkastningar i samband med införandet av 1975 års ABL i de bolag som hade bolagsordningar anpassade efter 1944 års ABL.

¹⁴ Kedner & Roos [1991, s 234]. Se även Ägarutredningens slutbetänkande SOU 1988:38 som förordade att röstkvotsregeln i ABL 9 kap 3 § skulle upphävas och att huvudregeln i stället borde vara att alla får rösta fullt ut enligt sitt innehav.

¹⁵ För en närmare analys av drivkrafterna bakom kontrollförvärv och vilken roll ägar-koncentrationen spelar på aktiemarknaden, se Bergström [1992a].

en undersökning som visar att inom de 16 svenska börsföretag som hade de värde- mässigt mest omsatta aktierna var endast 1,5 procent av aktieägarna företrädna på stämman (Björkenwall & Pettersson [1985]).

En stor aktieägare kan förväntas inta en betydligt aktivare ägarroll eftersom han kan göra kapitalvinster som överstiger kostnaden av att övervaka och samla information. Ett koncentrerat ägande fungerar därför som en lösning på ett informations- och övervakningsproblem (Shleifer & Vishny [1986]).

Låt oss nu diskutera den andra principiella förklaringen till förekomsten av kontrollposter, dvs svårigheten att skriva "heltäckande" avtal. En blick på svenska ägardata, tex Sundqvist [1990], ger vid handen att en väsentlig del av ägarkoncentrationen beror på att företag äger kontrollposter i varandra. Grossman & Hart [1986] analyserar förutsättningarna för att synergivinster i form av skalfördelar eller vertikal integration skall realiseras. De finner att ägarkontroll kan fungera som en ersättning för ofullständiga kontrakt och kan vara avgörande för att synergivinster skall realiseras. Utgångspunkten för deras analys är två företag som tillsammans kan åstadkomma synergivinster. Dessa vinster kan kräva relationspecifika investeringar, dvs investeringar som inte kan användas utanför just detta samarbete. Problemet för de två företagen är hur synergivinsterna skall fördelas så att båda får tillräckligt stor avkastning på investerat relationsspecifikt kapital. Det är inget problem om man initialt kan skriva ett fullständigt kontrakt som reglerar alla tänkbara framtida händelser. Eftersom det är omöjligt att föreställa sig alla framtida händelseförlopp och förhandlingssituationer är det också svårt att fullständigt reglera samarbetet. I frånvaro av ett kontrakt som reglerar alla händelser kan, beroende på den relativa förhandlingsposition som uppstår, en av parterna komma att tillskansas en

större del av synergivinsterna. Det är då tänkbart att den andra parten förlorar så till den grad att han inte får tillräckligt stor avkastning på det investerade kapitalet. Detta är en risk som måste beaktas när investeringar görs och kan leda till att samordningsvinsterna inte alls uppstår.

En tänkbar lösning är då att låta den ena parten äga den andra. Ägande innebär här rätten att bestämma allt som inte har preciserats i det initiala samarbetsavtalet. Med ägarkontroll vågar man genomföra de relationsspecifika investeringarna eftersom risken att hamna i en ofördelaktig förhandlingsposition har eliminerats. Ägarkontroll och därmed ägarkoncentration är således en metod att realisera de synergivinster som annars skulle utebli.

Mot denna bakgrund är det inte lämpligt att förbjuda eller påverka ägarkoncentration med olika former av begränsningsregler. En tvingande röstbegränsningsregel på 10 procent kan försvåra kontrollaktieägarens möjligheter att utöva sin ägarroll. Den som har en bra affärsidé kanske inte vill försöka genomdriva denna med mindre än att han får kontroll över företaget. Det är också lätt att inse hur en 10-procentsregel kan förhindra att synergivinster kommer till stånd, eller försvårar för en kontrollaktieägare att effektivt övervaka företagsledningen. Det är följaktligen uppenbart att ägarkoncentration fyller en rad viktiga funktioner som skulle omintetgöras om tvingande röstbegränsningsregler infördes.

Sänkning av röstgränsen för att komma i åtnjutande av minoritetsskydd

En viktig del av det bolagsrättsliga minoritetsskyddet är knuten till en minoritet av viss minsta storlek. Flera av dessa regler är så utformade att de bara kan åberopas av en minoritet som omfattar minst 10 procent av samtliga aktier i bolaget. Så är tex fallet vid tillsättande av minoritetsre-

visor (ABL 10 kap 1 § 4 st) och begäran om uppskov med visst beslut som skall fattas av bolagsstämman (ABL 9 kap 5 § 3 st). Om en minoritet på minst 10 procent stödjer ett förslag om att inleda skadeståndstalan mot styrelseledamot, verkställande direktör, revisor eller aktieägare blir detta också bolagsstämmans beslut (ABL 15 kap 5 § 1 st. Se även Rodhe [1990, s 241–242]). En vanlig uppfattning är att det är svårt att samla en minoritet som representerar 10 procent av samtliga aktier i ett börsbolag.¹⁶ Därför har det framförts förslag som innebär att denna gräns bör sänkas.

Ett förstärkt minoritetsskydd är emellertid inte oproblematiskt. Ett sådant kan göra det lättare för vissa aktieägare att använda lagens minoritetsrättigheter i obstruerande syfte. Ett starkt minoritetsskydd underminerar dessutom företagets möjligheter att få en handlingskraftig ledning och ger vissa minoritetsgrupperingar tillfälle till maktmissbruk på såväl majoritetens som andra minoritetsaktieägars bekostnad. Ett alltför starkt skydd kan därför innebära att företagets värde sjunker och att företaget får svårare att anskaffa riskvilligt kapital. Ett exempel i anslutning till en budsituation kan illustrera detta. Med ett innehav på 1/10 av aktierna och 1/10 av rösterna kan en minoritetsgrupp i dag hota med att blockera budet då det förvärvande bolaget strävar efter ett uppköp av samtliga aktier i målföretaget. En sådan blockering kallas ibland för *corner*.^{17,18}

Om skyddsgränsen sänks underlättas *corneraffärer*. Det blir således billigare att anskaffa en förhandlingsposition som kan användas till att förhandla om ett högre bud på målföretagets aktier. Detta kan resultera i att en större del av sammanslagningens vinsten skiftas från det förvärvade företagets aktieägare till målföretagets aktieägare i ett offentligt bud på företaget. Denna effekt ökar företagets värde. Å andra sidan reduceras incitamenten att producera information om hur samman-

slagningsvinster skall uppnås eftersom budgivarens vinst vid ett genomfört förvärv går ned. Detta är till nackdel för aktieägarna eftersom sannolikheten för ett bud och därmed en budpremie går ned. Det finns således två motverkande effekter av en sänkning av minoritetsskyddsgränsen. Man kan åtminstone inte *a priori* utesluta möjligheten att den sistnämnda effekten dominerar. I sådana fall innebär det att företagets värde minskar som en följd av att röstgränsen för att komma i åtnjutande av minoritetsskyddet sänks.

Det är således komplicerat att göra en utvärdering av vilka gränsvärden som skall tillämpas för att en minoritetsregel skall kunna åberopas. Därtill varierar behoven av minoritetsskydd mellan olika företag; vilket ytterligare minskar det reella utrymmet för lagstiftning. Svårigheten för lagstiftaren att finna den "rätta" nivån för minoritetsskyddet är därför uppenbar.

Röstvärdesdifferentiering

ABL medger att bolag emitterar aktier med olika röstvärde. Som mest får en aktie ha ett röstvärde som har tio gånger så stort röstvärde som en annan (ABL 3 kap

¹⁶ En närmare granskning av ägarstatistiken för börsbolagen ger vid handen att det är ytterst få företag som saknar en ägarkonstellation med en röststyrka på 10 % eller mer.

¹⁷ Se reglerna om inlösen i ABL 14 kap. Termen *corner* syftar på en boxare som trängts in i ett horn i boxningsringen och dyrt får plikta för att ta sig ur sitt trångmål. Med en "corneraffär" menas att någon utanför den existerande ägarkretsen skaffar sig en röstmässigt stark position. En typ av *corneraffärer* görs i anslutning till en budsituation med syfte att blockera en budgivare och förhandla sig till en del av vinsten vid en företagssammanslagning.

¹⁸ För en närmare analys av förhandlingar och *corneraffärer* i samband med offentliga bud, se Bergström [1992c] och Bergström, Högfeldt & Högholm [1992].

3 §). Som en följd av vissa övergångsbestämmelser relaterade till 1895 och 1910 års lagar kan bolag fortsätta att ge ut aktier som har samma röstvärde som var tillåtet enligt äldre rätt. Detta är orsaken till att det finns företag med röstvärdesdifferenser på upp till 1: 1000. Bland svenska bolag är det vanligt med röstvärdeskillnader.¹⁹ I anglo-amerikansk rätt finns inga legala hinder, men London-börsen ställer upp vissa restriktioner som villkor för börsnotering. Kontinental-europeisk rätt ställer sig i princip avvisande.

Röstvärdeskommittén förordade i sitt betänkande att röstvärdesdifferenser skulle få finnas kvar, men föreslog en teknisk lösning som tog sikte på att minska de nackdelar kommittén ansåg fanns med det nuvarande systemet (Jfr SOU 1986:23). Enligt förslaget skall högst 60 procent vara röststarka och 40 procent får vara röstsvaga med lägst ett röstvärde på 1:10. Några åtgärder har hittills inte vidtagits som en följd av betänkandet.

Ett ofta framfört argument mot aktier med olika rösträtt är att dessa kan utnyttjas av en kontrollaktieägare för att expropriera minoriteten. Ett argument är att ledningen för företaget kan hamna i händerna på personer som inte bär motsvarande ekonomisk risk (Rodhe [1990, s 129]). Kontrollaktieägarens direkta kostnad för expropriering står i direkt proportion till den låga kapitalandel som aktier med olika rösträtt möjliggör. Det bör också nämnas att effekterna av röstvärdeskillnader kan förstärkas genom att alla beslut i bolag inte kan fattas med enkel majoritet. Det krävs tex 75 procent av rösterna för att genomföra en bolagsordningsändring.

Förslaget till EGs femte bolagsdirektiv kan innebära restriktioner vad gäller möjligheterna att emittera aktier med olika rösträtt, men det är osäkert om och när detta direktiv kommer att godtas av medlemsländerna, där särskilt England är motståndare.^{20 21} Avsikten är att varje aktieägare skall ha samma andel av rösträt-

ten som han har av kapitalet. Från denna huvudregel finns det en rad undantag. Preferensaktier skall tex fortfarande kunna emitteras. Brittiska myndigheter har haft starka invändningar mot förslaget och velat minska möjligheterna att tillskapa aktieklasser med olika rösträtt. Kommissionen har därför kommit med ytterligare ett förslag som innebär att rösträttslösa aktier kan emitteras om de ges en ekonomisk fördel, tex i form av höjd utdelning.²² Men eftersom storleksordningen på den ekonomiska fördelen (utdelningen) inte är specificerad kan den vara försumbar. Detta innebär, så vitt vi kan förstå, att den senaste revideringen av förslaget i praktiken tillåter det nuvarande systemet med aktier med skilda röstvärden.

Som vi redogjorde för i avsnitt 2 talar mycket för att kurserna återspeglar olika egenskaper hos finansiella instrument. Rationella små aktieägare inser den eventuellt ökade risken för expropriering i företag med olika rösträtt och försäkrar sig mot detta genom att kräva en högre

¹⁹ År 1985 hade 72 procent av de bolag som hade aktier börsnoterade också röstvärdeskillnader, se SOU 1986:23, s 11. På OTC-marknaden är andelen ännu högre.

²⁰ Det framsta skälet till att England varit motståndare till det femte direktivförslaget hänger inte så mycket samman med synen på röstvärdesdifferenser som på formerna för de anställdas medinflytande i företag. Av remissvaren på DTI:s Barriers to Takeovers in the European Community: A Consultative Document (January 1990); Barriers to Takeovers: Responses to Consultation (26 April 1990) framgår att en majoritet menar att företag bör tillåtas att emittera aktier med olika rösträtt om aktietecknarna informeras om detta förhållande.

²¹ I USA har utvecklingen gått i motsatt riktning mot EG-kommissionens förslag. Röstvärdesdifferentiering tillåts på New York Stock Exchange sedan 1986.

²² OJ 5 July 1991. -

förväntad avkastning för att tillskjuta riskkapital. Men det finns också fördelar med aktier med skilda röstvärden. Även dessa prissätts på marknaden. Röstvärdesdifferensen kan exempelvis hindra oinformerade outsiders att blanda sig i företagets skötsel och kan därför vara en förutsättning för att företaget skall få en stabil och handlingskraftig ledning. En annan fördel med aktier med skilda röstvärden är att dessa kan vara en förutsättning för att en entreprenör skall skaffa nödvändigt riskkapital för att utveckla sin idé. Aktier med skilda röstvärden kan således skapa den stabilitet som behövs för långsiktiga investeringar.

En väl fungerande kapitalmarknad är förmögen att bedöma för- och nackdelar med olika finansiella instrument. Om nackdelarna uppväger fördelarna med två aktieserier kommer placerarna att kräva en högre avkastning för att tillskjuta riskkapital. Företaget försöker därför i eget intresse undvika aktier med skilda röstvärden för att få en så låg kapitalkostnad som möjligt. Lagstiftaren är knappast, i jämförelse med placerare vars förmögenheter står på spel, i en bättre position att göra en utvärdering av de för- och nackdelar som finns med aktier med skilda röstetal. För- och nackdelar varierar också från företag till företag vilket ytterligare minskar utrymmet för tvingande lagstiftning. Det finns därför inte någon anledning att begränsa företagets möjligheter att anskaffa riskvilligt kapital genom att förbjuda eller minska bruket av röstvärdesdifferenser.²³

4. Avslutning

Trots ett välutvecklat regelsystem är det svårt att undvika att kontrollaktieägare fattar beslut som missgynnar de små aktieägarna. För att aktiemarknaden skall kunna utföra sin grundläggande uppgift att förmedla riskvilligt kapital måste den emellertid inte bara vara effektiv utan också uppfattas som trovärdig. Skandaler

och oegentligt beteende på en aktiemarknad åtföljs alltid av förslag att man måste återupprätta allmänhetens förtroende för marknaden genom offentlig reglering. Ohederlighet kommer alltid att förekomma och upphör inte automatiskt bara för att det införs fler regler. Som börsens Fermenta-utredning konstaterade var felet i Fermenta att reglerna i ABL i stor utsträckning negligerades. Effektivare sanktioner vid överträdelser av bolagsordning förefaller vara ett mer direkt sätt att begränsa förekomsten av missförhållanden. Sådana avskräckande åtgärder i kombination med dispositiv reglering medför, till skillnad från tvingande detaljreglering, inga negativa bieffekter på den normala verksamheten. Som vi har redogjort för i artikeln är det troligt att de regler som i dag föreslås i debatten har avgörande negativa bieffekter.

Vår slutsats är att det på en väl fungerande kapitalmarknad inte finns några principiella behov av att lagstiftningsvägen reglera majoritetens handlingsfrihet gentemot minoriteten. Så vitt vi kan förstå föreligger det ingen motsättning mellan privata incitament och samhällsekonomiska intressen vid valet av de regler som skall gälla för ett aktiebolag. Om företaget erbjuder ett för svagt minoritetsskydd är det för riskfyllt att gå in i minoritetsställning i företaget. Ett "överdimensionerat" minoritetsskydd minskar å andra sidan företagets möjlighet att få en handlingskraftig ledning och kan ge vissa minoritetsägare tillfälle till maktmissbruk på såväl majoritetens som övriga minoritetsaktieägares bekostnad. Ett för starkt minoritetsskydd reducerar således också investeringsviljan. Det ligger därför i företagets eget intresse att erbjuda ett lämpligt avvägt minoritetsskydd. Mark-

²³ För en närmare analys av röstvärdesdifferenteringsinstitutionen, se Roos [1969], Bylund [1990] samt Bergström & Rydqvist [1991].

nadens disciplinerande inverkan är även betydande vid valet av finansiella instrument för företagets kapitalförsörjning.

En övergripande slutsats är därför följande. En försiktig strategi för en bättre aktiebolagsrätt skulle innebära en mycket återhållsam attityd från lagstiftarens sida till att införa nya regler. En mer radikal strategi vore naturligtvis att man noggrant utforskar behovet av redan existerande regler och samtidigt överväger att utforma aktiebolagsrätten som en dispositiv lagstiftning.

Referenser

- Abrahamsson, O, Lundius, A, Lundvall, S, Pettersson, P & Schött, A [1991], *EGs bolagsrätt i svensk översättning*. Stockholm.
- Atiyah, P S, [1979], *The Rise and Fall of Freedom of Contract*. Oxford.
- Bergstrom, C & Rydqvist, K, [1991], "Bör aktier med olika rösträtt avskaffas"? *Ekonomisk Debatt*, årg 19, nr 7, s 585–594.
- Bergstrom, C, Högfeldt, P & Samuelsson, P, [1992], "Regulation of Corporate Acquisitions". *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, 3–4.
- Bergstrom, C, Högfeldt, P, & Högholm, K, [1992], "A Theory of Strategic Blocking by Large Shareholders and Arbitrageurs in Takeovers". Working paper, Handelshögskolan i Stockholm.
- Bergström, C, [1992a], "Ägarkoncentration och kontrollförvarv", kap 2 *Marknaden för företagskontroll*. SNS Förlag, Stockholm.
- Bergstrom, C, [1992b], "Strategier för en bättre kontrollmarknad", kap 3 *Marknaden för företagskontroll*. SNS Förlag, Stockholm.
- Bergström, C, [1992c], "Likabudsprincipen och tvångsinlösen", kap 4 *Marknaden för företagskontroll*. SNS Förlag, Stockholm.
- Björkenwall, R & Pettersson, L-O, [1985], *Makt och ägande i näringslivet*. LO, Stockholm.
- Bylund, B, [1990], "Differentiated Voting Rights". Discussion paper. Stockholm.
- Davies, P L, [1991], "The European Community's Directive on Insider Dealing: From company law to securities markets regulation". *Oxford Journal of Legal Studies*, Vol 11, s 92–105.
- DTI:s *Barriers to Takeovers in the European Community: A Consultative Document* (January 1990); *Barriers to Takeovers: Responses to Consultation* (26 April 1990).
- DeAngelo, H & Rice, E [1983], "Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth". *Journal of Financial Economics* Vol 11, s 1–44.
- Easterbrook, F H & Fischel, D R, [1991a], "The Corporate Contract". I Bebchuk, L A (red), *Corporate Law and Economic Analysis*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Easterbrook, F H & Fischel, D R, [1991b], *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press, Cambridge.
- Grossman, S J & Hart, O D, [1986], "The Cost and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration". *Journal of Political Economy*, Vol 94, s 691–719.
- Kedner, G & Roos C M, [1991], *Aktiebolagslagen Del I* (4:e uppl). Norstedts, Stockholm.
- Macey, J R [1992], *Corporate Law and Corporate Governance in Sweden: A law and economics perspective*. SNS Förlag, Stockholm.
- Miller, M H & Upton, C W, [1989], *Strategier för en bättre kapitalmarknad*. SNS Förlag, Stockholm.
- Nial, H, [1991], *Svensk associationsrätt i huvuddrag* (5:e uppl). Norstedts, Stockholm.
- Rodhe, K, [1990], *Aktiebolagsrätt* (15:e uppl). Norstedts, Stockholm.
- Roos, C M, [1969], *Avtal och rosträtt*. Norstedts, Stockholm.
- Shleifer, A & Vishny, R W, [1986], "Large Shareholders and Corporate Control". *Journal of Political Economy*, Vol 94, s 461–488.
- SOU 1986:23, *Aktiers röstvärde*. Betänkande från Röstvärdeskommittén.
- SOU 1988:38, *Ägarutredningens slutbetänkande*.
- SOU 1992:13, *Bundna aktier*. Delbetänkande av Aktiebolagskommittén.
- SOU 1992:83, *Aktiebolagslagen och EG*. Delbetänkande av Aktiebolagskommittén.
- Stockholms fondbörs, [1988], *Fermenta – fakta och erfarenheter*. Stockholm.
- Sundqvist, S I, [1990], *Ägarna och makten i*

Sveriges börsföretag. Dagens Nyheters Förlag, Stockholm.

Taxell, L E [1983], *Aktiebolagets organisation*. Åbo Akademi, Åbo.

Viotti, S & Urwitz, G, [1988], "Aktiemarknaden – spelcasino eller samhällsnyttig institution? I Hägg, I (red), *Risikapitalmarknad i omvandling*. Stockholms Fondbörs och SNS Förlag, Stockholm.