

JONATHAN R. MACEY

SVENSK
AKTIEBOLAGS
RÄTT
i omvandling

– en rättsekonomisk analys

*med kommentar av
Clas Bergström och Per Samuelsson*

SNS Förlag

SVENSK AKTIEBOLAGSRÄTT
i omvandling

JONATHAN R. MACEY

SVENSK
AKTIEBOLAGS
RÄTT
i omvandling

– *en rättsekonomisk analys*

*med kommentar av
Clas Bergström och Per Samuelsson*

SNS Förlag

SNS Förlag
Box 5629
114 86 Stockholm
Telefon 08-23 25 20

Jonathan R. Macey

Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – en rättsekonomisk analys

Med kommentar av Clas Bergström och Per Samuelsson

1:a upplagan

1:a tryckningen

Amerikanska originalets titel: *Corporate Law and Corporate Governance in Sweden: A Law and Economics Perspective*

© 1993 by Jonathan R. Macey and SNS Förlag

© 1993 Författarna och SNS Förlag

Översättning: SNS Förlag

Fackgranskare: Staffan Viotti, Per Samuelsson och Stefan Sandström

Omslag: Ingvar Bylund

Sättning: Melanders Fotosätter AB

Tryck: Norstedts Tryckeri, Stockholm 1993

ISBN 91-7150-487-7

Innehåll

Förord 7

I Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – en rätts-ekonomisk analys 9

Jonathan R. Macey

1. Inledning 11
2. Ekonomisk analys av bolagsrätten. Bolagsrättens syften 22
Bakgrund 22
Agentkostnader 28
Kapitalstruktur och agentkostnader 34
Implikationer 41
3. Lösningar på företagets problem via marknaden och via rättssystemet 43
Aktiebolaget som standardkontrakt 43
Lagens logik och begränsningar 47
4. Tvingande och dispositiva regler 50
Argument för tvingande regler 51
Argument för dispositiva regler 61
5. Ansvarstalan 89
6. Lagstadgade alternativ 93
Kapitalbehov, konkurs och det egna kapitalets roll 94
Likhetsprincipen 98
Företrädesrätt 101
Förvärv av egna aktier och inlösen av aktier 106
Minoritetsskydd 108
Blockägande av aktier 113
Korsvist ägande av aktier 115

7. EG-direktiven 118
8. Sammanfattning 123

II Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – en kommentar 133

Clas Bergström och Per Samuelsson

1. Inledning 135
2. Den svenska aktiebolagsrättens framväxt 138
3. Lagstiftning och skyddsbehov 142
 - Inledning 142
 - Informationsplikt 143
 - Borgenärsskydd 145
 - Minoritetsskydd 146
 - Lojalitetsplikt 149
4. Analys av skyddsbehoven 151
 - Inledning 151
 - Informationsplikt 153
 - Borgenärsskydd 155
 - Minoritetsskydd 156
 - Lojalitetsplikt 157
5. Bolagsordningen jämförd med kontrakt 160
 - Inledning 160
 - Prissätts innehållet i en bolagsordning? 161
 - Ändringar i bolagsordningen 163
6. En dispositiv aktiebolagslag 166
 - Inledning 166
 - Svårigheten att lagstifta 167
 - Skillnaden mellan tvingande och dispositiv lagstiftning 169
 - Harmoniseringssträvanden 173
7. Avslutning 177

Förord

Justitiedepartementet tillsatte sommaren 1990 en offentlig utredning med uppgift att arbeta fram underlag till en ny svensk aktiebolagslag. Detta arbete är inriktat på en svensk anpassning till EG-regler, ofta med en tonvikt på rent juridiska aspekter.

Ur SNS perspektiv föreföll det önskvärt att vidga perspektivet när det gäller synen på aktiebolagslagen till att även gälla frågor av mer grundläggande ekonomisk natur, såsom de redovisas i modern finansiell teori och inom området "law and economics". Behövs det över huvud taget en aktiebolagslag och i så fall vilka frågor behöver regleras och vilka frågor lämpar sig bäst för marknaden att klara av?

SNS tog därför initiativet till föreliggande studie i början av 1992. Eftersom syftet med projektet var att komplettera Aktiebolagskommittén med en ekonomisk analys föll det sig naturligt att vända sig till en professor i "law and economics". Det var med tillfredsställelse som vi lyckades intressera Jonathan R Macey, J. DuPratt White Professor of Law vid Cornell Law School, Cornell University, USA, till att göra denna analys. Jonathan Macey har publicerat ett stort antal böcker, skrifter och artiklar om t.ex. aktiebolagsrätt, reglering av banker och värdepappersmarknader, finansiering och marknaden för företagskontroll.

Jonathan Macey har vid två tillfällen besökt Sverige för att sätta sig in i den specifika svenska problematiken. Diskussioner har vid dessa besök förts med ett stort antal centralt placerade personer inom Aktiebolagskommittén, departement, riksdag, självreglerande organ etc. Därtill har projektet haft en referensgrupp bestående av ett 25-tal representanter för de företag i SNS-kretsen som bidragit till studiens finansiering. Finansiering har också erhållits från Institutet för Ekonomi och Juridik (numera

Stiftelsen för Ekonomi och Juridik). Jag tror att det har varit en lärorik process såväl för Jonathan Macey som för referensgruppen.

Docent Clas Bergström och jur. dr Per Samuelsson, båda vid Handelshögskolan i Stockholm, har skrivit en kommentar utifrån den svenska horisonten. Många andra personer har varit delaktiga i att studien nu kan publiceras. Speciellt vill jag då nämna docent Staffan Viotti, Handelshögskolan i Stockholm, som från projektets start bidragit med synpunkter på såväl Jonathan Maceys arbete, som Clas Bergströms och Per Samuelssons kommentar. Författarna svarar som alltid när det gäller SNS böcker för innehåll och slutsatser.

Stockholm i april 1993

Hans Tson Söderström

VD i SNS

I
Svensk aktiebolagsrätt
i omvandling
– en rättsekonomisk
analys

av
Jonathan R. Macey

1. Inledning

Den svenska regeringen tillsatte 1990 en parlamentarisk kommitté med uppdrag att göra en översyn av aktiebolagslagen. Kommittén kan förväntas föreslå betydande förändringar i lagen.

Under de senaste två decennierna har forskare som studerat det moderna företaget gjort stora framsteg när det gäller att förstå innebörden av och syftet med bolagslagstiftning. Det gäller särskilt forskare som använt ekonomiska principer för att analysera bolagsrätten.

För att lägga ett sådant ekonomiskt perspektiv på de frågor som kommittén arbetar med satte SNS i gång ett projekt för att få en akademisk analys av aktiebolagsrätten. Syftet med denna analys är tvåfaldigt. För det första att göra den moderna ekonomiska analysen av bolagsrätten tillgänglig för de beslutsfattare som arbetar med att förändra den svenska aktiebolagslagen. För det andra att identifiera och analysera de specifika områden som för närvarande är särskilt relevanta från svensk synpunkt.

Första delen av denna studie består därför av en allmän introduktion och översikt av den ekonomiska analysen av bolagsrätten. I den andra delen tillämpas de ekonomiska principer som identifierats i den första delen på några områden, som är relevanta för det pågående reformarbetet i Sverige.

Utgångspunkten för all analys av de ekonomiska grundprinciperna för bolagsrätten är den serie artiklar, som utifrån Ronald Coases klassiska bidrag "The Nature

of the Firm”,¹ ställer frågan varför vissa former av ekonomisk verksamhet sker på marknader, medan andra sker inom företaget? Denna analys leder fram till en diskussion av vad ekonomerna kallar agentkostnader. Därefter diskuteras kapitalmarknadernas och den finansiella teorins roll när det gäller att ge en sofistikerad syn på bolagsrätten. Med dessa byggstenar framträder en ganska komplett bild av hur ekonomiska principer kan påverka analysen av bolagsrätten.

Huvudsyftet med aktiebolagsformen är att skapa ett effektivt fungerande system genom vilket investerarnas sparmål kan göras förenliga med företagsledningens skicklighet att sköta företaget. Investerarna vill se sitt kapital användas för investeringar med minsta möjliga risk och högsta möjliga avkastning. Företagets ledning, däremot, är inriktad på att till lägsta möjliga kostnad locka till sig kapital för att finansiera projekt med positivt nuvärde. Och det ligger naturligtvis i hela samhällets intresse att kapitalet får en så högproduktiv användning som möjligt. Det heter ju att ”det kan lugnt sägas att inget land bör höja kostnaderna för kapitalanskaffning utan mycket starka skäl”.²

Man har frågat varför bolagsrätten uteslutande berör investerarna och inte alls tar upp relationerna till andra intressenter i företaget, såsom anställda, leverantörer, kunder och den kommun där företaget verkar. I detta sammanhang är det viktigt att betona att den ekonomiska teorin om bolagsrätten inte prioriterar aktieägarnas intressen och förväntningar framför andra gruppers intressen och förväntningar. Alla dessa grupper och intressen har samma fullständiga rätt till det skydd som ett rationellt och rättvist rättssystem kan ge. Av åtminstone fyra skäl bör dock bolagsrättens regelsystem utformas i syfte att maximera aktieägarnas avkastning.

Först och främst underlättas kapitalbildningen av ett regelsystem som maximerar aktieägarnas förmögenhet. Genom kapitalbildningen skapas i sin tur arbetstillfällen

och ekonomisk tillväxt, som inte bara gynnar aktieägare utan också samhället som helhet.

För det andra har aktieägarna en unik position i företaget. De har rätt till företagets överskott (de är s.k. "residual claimants") och har därför inte någon laglig rätt till utdelning eller ens till återbetalning av sitt insatta kapital vid någon bestämd tidpunkt. I stället gynnas aktieägarna när företagets totala värde ökar. Av denna anledning är aktieägarna på ett unikt sätt intresserade av företagets totala lönsamhet. Övriga intressenter, såsom långivare, företagsledning och anställda, har fasta fordringar på företaget och är bara intresserade av att få dessa tillgodosedda. De är helt logiskt mindre benägna att satsa på riskfyllda verksamheter och visar mindre intresse än aktieägarna för företagets totala ekonomiska resultat.³ Ekonomiska resonemang leder därför fram till att företagen bör organiseras så att aktieägarnas förmögenhet maximeras. Detta eftersom det bara är aktieägarna som har anledning att se till att beslut om investeringar i nya maskiner och anläggningar, forskning och utveckling och närbesläktade områden görs på ett sådant sätt att kostnader och intäkter balanseras på marginalen. Det beror på att anställda, företagsledare och övriga med fasta fordringar på företaget kanske endast har ringa eller ingen direkt fördel av de nya investeringsprojekten. Aktieägarna "erhåller merparten av marginalintäkterna och drar på sig merparten av marginalkostnaderna från nya projekt. Man skapar därför korrekta incitament genom att överlåta den yttersta beslutanderätten till aktieägarna (eller genom att låta dem delegera denna rätt till någon annan)."⁴

Det tredje skälet till att bolagslagstiftningen bör ha som enda syfte att se till att aktieägarnas förmögenhet maximeras är att alternativa regler som leder till att företagets målfunktion avviker från detta paradigm skapar oklarhet om det legala systemet. Det beror på att företagsledare, styrelseledamöter och andra ansvariga parter tvingas ta

på sig en omöjlig uppgift – att tillfredsställa ett antal olika uppdragsgivare med konkurrerande och motstridiga intressen. Ledningens förvirring inför uppgiften att tillfredsställa alla företagens intressenter, utan att ge aktieägarna företräde, skulle leda till dåligt beslutsfattande och minska deras ansvarighet. Att så är fallet beror på att i stort sett vilket beslut som helst skulle kunna rättfärdigas med motiveringen att det åtminstone gynnar *någon* intressent. Att utsträcka bolagslagstiftningens roll bortom dess grundläggande uppgift att se till att aktieägarnas förmögenhet maximeras skulle skada dels aktieägarna genom att värdet av deras investeringar minskar och dels samhället genom att kostnaderna för kapitalbildning ökar, utan att några motsvarande intäkter för andra grupper skapas. Som Robert Clark har framhållit:

Ett enda objektivet mål som vinstmaximering är mycket lättare att övervaka än ett flerdimensionellt, vagt definierat mål som rättvis och rimlig avvägning av alla berörda parters intressen . . . Om man antar att aktieägarna har tillgång till några kontrollmekanismer, betyder bättre övervakning att företagsledningen kommer att hållas tydligare ansvarig. Den kommer att bli mer benägen att göra vad den förväntas göra och göra det på ett effektivt sätt.⁵

Det sista skälet för att bolagslagstiftningen skall ha aktieägarnas förmögenhetsmaximering som sin grundläggande princip är att aktieägarna är utsatta för större risker än övriga intressenter. Övriga intressenter kan skydda sig mot nästan varje slag av opportunistiskt beteende från företagsledningens sida genom att behålla en negativ kontroll över bolagets verksamhet. Anställda, långivare och även kommunen kan utöva negativ kontroll genom att avtala om rätten att i framtiden lägga in veto mot företagsledningens förslag. Aktieägarna, däremot, måste behålla en positiv kontroll över bolagets verksamhet för att

kunna få ut aktiernas fulla potentiella värde. Det faktum att icke aktieägande grupper avstått från att avtala om vetorätt för vissa transaktioner behöver inte betyda att de inte *haft möjlighet* att göra det. Snarare kan frånvaron av avtalat skydd för icke aktieägande intressenter helt enkelt bero på att de inte är villiga att betala för detta skydd genom lägre löner eller lägre låneräntor.

De anställda är kanske den grupp som man sympatiserar mest med när man tänker på möjliga fördelar med skydd för icke aktieägande intressenter. Till skillnad från aktieägarna, som ser till den totala lönsamheten i det bolag i vilket de investerat, bekymrar sig de anställda för löner, pensioner, arbetstid och arbetsförhållanden. I ett kontraktsperspektiv ger löner och arbetstider upphov till få eller inga problem. De anställda har goda möjligheter att skydda sina framtida löner med pensionsgarantier, fallskärmsavtal,⁶ stipulerade indexjusteringar för löner och andra lättolkade avtal. På liknande sätt kan de anställda få trovärdiga garantier mot att tvingas till för långa arbetsdagar, genom att helt enkelt exakt precisera arbetsdagens längd. Arbetsförhållandena kan garanteras genom hänvisningar till ett väldefinierat status quo och krav på att arbetsgivaren åtminstone bibehåller den nivån.

Avsikten är här inte att hävda att de anställda genom sin avtalsrätt har möjlighet att skydda sina löner, arbetstider och arbetsförhållanden. Poängen är snarare helt enkelt att det för de anställda, till skillnad från aktieägarna, åtminstone är *tekniskt* möjligt att skydda sig genom att avtala om fördelaktiga villkor. Skulle därutöver inträffa oförutsedda händelser, där det är oklart om det avtalade skyddet skall anses gälla, kan dessutom domstolarna skydda de anställda genom att betrakta deras anställningskontrakt i ljuset av de ursprungliga syftena med överenskommelserna. Genom sina tolkningar ger moderna domare de anställda samma typ av skydd som lojalitetsplikten ("fiduciary duty") ger aktieägarna.

Man skulle kunna hävda att de anställda saknar förhandlingsposition och att allmänt formulerade anställningskontrakt avspeglar denna brist. Det har följaktligen hävdats att det sätt på vilket dessa allmänna anställningskontrakt tolkas sannolikt inte gynnar arbetstagarerna.

Detta resonemang är felaktigt och missvisande. Om de anställda saknar förhandlingsstyrka skulle en lagändring innebärande en lojalitetsplikt *skada* de anställda i stället för att gynna dem. Det hänger samman med att en utvidgning av lojalitetsplikten till de anställda inte skulle ändra någon redan existerande fundamental obalans i förhandlingsläget mellan anställda och arbetsgivare. Varje rättsordning som "skyddar" de anställda genom att dessa kan åberopa regler om lojalitetsplikt kommer definitionsmässigt att göra dessa anställda mindre värdefulla (i ekonomiska termer) för sina arbetsgivare. Arbetsgivarerna kommer i sin tur att utnyttja hela den förhandlingsstyrka de besitter för att få *de anställda* att bära hela kostnaden för dessa nya förpliktelser. Varje arbetsgivare som inte har möjlighet att tvinga sina anställda att betala dessa kostnader skulle ha en underlägsen förhandlingsposition.

Om sålunda anställda med en svag förhandlingsposition tillerkändes förmånen av en förstärkt lojalitetsplikt, skulle arbetsgivaren helt enkelt reagera på de ökade kostnaderna för de nya förpliktelserna genom att sänka löner och förmåner för just dessa anställda med ett belopp som motsvarar de ökade kostnaderna. Detta är vad man menar med att ha en underlägsen förhandlingsposition.

Arbetsgivare som (på grund av t.ex. lagar om minimilöner) inte kan sänka löner eller förmåner kommer helt enkelt att anställa färre personer. Det är därför inte möjligt att hävda att införande av lojalitetsplikt skulle hjälpa anställda som saknar förhandlingsposition; varje typ av förhandlingsunderläge kommer helt enkelt att ta sig något annat uttryck, t.ex. i form av sänkta löner.

Eftersom arbetstagarna vanligtvis föredrar kontantbetalning framför andra former av ersättning, kommer även de att föredra att lojalitetsplikt inte åläggs arbetsgivarna, eftersom detta på marginalen resulterar i lägre kontant-ersättning av de skäl som nyss anförts.

Argumenten ovan gäller i ännu högre grad för långgivare.⁷ För det första kan dessa skriva utförliga, detaljerade avtal för att skydda sig mot transaktioner som bryter mot den ursprungliga överenskommelsen mellan dem och bolaget. Klausuler i obligationsavtal begränsar t.ex. ofta en emittents möjligheter att låna, fusionera, betala utdelning, förvärva egna aktier, emittera preferensaktier eller sälja tillgångar. Även om dessa klausuler knappast innebär något skydd för aktieägarna (de kan i själva verket gå emot deras intressen) ger de långgivare och övriga med fasta fordringar ett omfattande skydd mot förmögenhetsöverföringar som andra intressenter kan driva fram.

Det är återigen viktigt att betona, att frågan inte gäller om långgivarna har förhandlingsstyrka nog att skaffa sig vilket kontraktsfäst skydd de önskar när avtal och skuldförbindelser skrivs. Trots allt står det långgivarna fritt att i likhet med andra intressenter avstå från att investera i bolaget om de inte är nöjda med den kombination av risk och avkastning som erbjuds.

I stället är den relevanta frågan om det är tekniskt möjligt för långgivarna att skydda sig genom kontrakt. Om så är fallet är priset det enda hindret. Till skillnad från aktieägarna, som måste lita på den garanti som lojalitetsplikten ger för att bolaget kommer att maximera vinsten, kan långgivarna skydda nuvärdet av sina fasta fordringar genom att kräva optionsliknande klausuler, som ger dem laglig rätt att i vissa fall lösa in obligationerna till ett i förväg bestämt pris. Det kan också förekomma optionsklausuler som tvingar företaget att justera ersättningen till fordringsägarna för att på så sätt kompensera dem för den ökade riskexponering som ökad skuldsättning eller försämrad kreditvärdighet kan ge.

Optionsklausulerna utlöses ofta vid en fusion, en större omstrukturering, en ändring av bolagets ägarstruktur eller ett större förvärv av egna aktier.⁸ Det skulle naturligtvis vara möjligt att bygga upp ett ännu mera komplett skydd. Rätten att sälja tillbaka obligationer skulle kunna börja gälla så snart obligationernas värde fallit under en viss, förutbestämd nivå. En så omfattande klausul skulle vara enkel att hantera och skulle ge långivarna ett praktiskt taget komplett skydd mot oförutsedda händelser. Frågan är då inte om de kan skydda sig via kontrakt, utan om de är villiga att betala priset för detta skydd.

Ett likartat argument är att relationen mellan bolaget och dess olika intressenter är definierad i avtal. Därför bör utgångspunkten för varje analys av relationerna mellan ett bolag och dess intressenter vara det kontrakt som finns mellan respektive intressent och bolaget. Beroende på intressent kan kontraktet ta formen av ett anställningskontrakt, ett kollektivavtal, ett obligationskontrakt, eller ett standardkontrakt mellan bolaget och dess leverantörer eller kunder. För aktieägarna är det allmänt känt att "kontraktet" de ingår innebär att företagsledningen har en skyldighet att "fatta sådana beslut som maximerar värdet på [deras] aktier . . .".⁹ På samma sätt som aktiebolagslagen definierar relationerna mellan aktieägaren och bolaget så definierar andra lagkomplex, som t.ex. arbetsrätten, relationerna mellan övriga intressenter och bolaget.

Kommunen utgör ett möjligt undantag i denna analys därför att den, till skillnad från andra icke aktieägande intressenter, kanske inte har något tidigare kontraktsförhållande till bolaget som kan utgöra grund för formalisering av den ursprungliga överenskommelsen. En kommun förhandlar naturligtvis ofta om förmåner som viss service och infrastruktur i utbyte mot att bolaget flyttar verksamhet till kommunen. I så fall finns det ett explicit avtal mellan kommunen och bolaget som kan bilda grund för att lösa framtida konflikter.

Men ofta finns ingen explicit eller implicit överenskommelse mellan ett bolag och den kommun det verkar i. Om så är fallet, vore det opraktiskt och oklokt att använda aktiebolagslagen, eftersom företagsledningen då skulle förvandlas från privata affärsmän till kommunala tjänstemän utan personligt ansvar. Ett beslut att sätta kommunens intressen över aktieägarnas är ingenting mindre än ett beslut om hur förmögenheter skall fördelas i samhället. Dessutom tycks det råda bred enighet om att "förmögenhetsomfördelning är ett uppdrag som företagsledningen inte är särskilt lämpad för och som inte ligger inom ramen för den uppgift samhället ålägger dem".¹⁰

Att utvidga aktiebolagslagen så att den också täcker in bolagets förpliktelser gentemot stat och kommun är onödigt. Lokala myndigheter har en unik tillgång till den politiska processen. Om bolagets verksamhet är skadlig för kommunen, kan kommuninvånarna gå till sina valda representanter för att få rättelse. Sett utifrån antingen en republikansk eller en pluralistisk uppfattning av den politiska beslutsprocessen,¹¹ borde kommunerna kunna mobilisera en effektiv politisk koalition för att verka för skydd mot skadlig verksamhet från bolagens sida. En rimlig synpunkt kan vara att bolagen behöver skydd mot kommunala missbruk i minst lika hög grad som kommuner behöver skydd mot bolagens opportunistiska agerande.

Aktiebolagsrätten bör helst uppfattas som en speciell tillämpning av de allmänna principer som gäller inom avtalsrätten. Uttryckt på enklast möjliga vis bör syftet med aktiebolagslagen vara att skapa rättsregler som parterna – investerare, företagsledning, entreprenörer – på egen hand skulle ha avtalat om de hade haft fullständig information och inga transaktionskostnader.

Med andra ord bör aktiebolagslagen tillhandahålla en prototyp i form av ett standardkontrakt som investerare och företagsledning kan välja att använda för att minska de avtalsmässiga transaktionskostnaderna. En viktig

implikation av denna ekonomiska syn på aktiebolagslagen är att parterna bör kunna ändra dessa standardvillkor när villkoren inte stämmer överens med deras speciella behov. Den intuitiva tolkningen är enkel. Olika bolag skiljer sig mycket från varandra vad gäller slag av investerare och verksamhetens inriktning. Vissa bolag har ett spritt ägande med osofistikerade investerare. I andra dominerar ägandet av sofistikerade investerare, som tar aktiv del i den dagliga skötseln av bolaget. Vissa bolag ägnar sig åt investeringsverksamhet som är svår för investerarna och marknaderna att övervaka. Andra bolag har en investeringsinriktning som är lätt att övervaka och som kan utvärderas av investerare och marknader. Denna mångfald antyder att det behövs en hög grad av flexibilitet i sofistikerade ekonomier, eftersom det är högst osannolikt att en enda uppsättning rättsregler – hur omsorgsfullt de än utformats – kan svara mot alla investerares och alla bolags behov.

Detta behov av flexibilitet är speciellt markerat i Sverige och andra EG-länder, som (med undantag för Storbritannien) har en rättstradition där lagarna förändras mycket långsammare än i USA och andra länder där sedvanerätten dominerar.

I någon mening erbjuder varje avancerad ekonomi investerare och entreprenörer ett mått av flexibilitet och ökade valmöjligheter när nya rättsregler skapas. Genom att välja om verksamheten skall ske i aktiebolag eller handelsbolag kan t.ex. företagen själva bestämma om investerarna skall svara för bolagets skulder eller inte. På liknande sätt har det sedan länge stått klart att företag måste få rätt att själva besluta om vinstmedel – utöver vad som behövs för att finansiera avskrivningar, ränteutgifter och skattebetalningar – skall hållas kvar i bolaget och investeras i nya projekt eller gå till aktieägarna i form av utdelning.

Det finns ett antal unika drag i den svenska bolagsrättens styrelseformer som förtjänar särskild uppmärksam-

het. Den kanske mest omfattande frågan rör aktieägarnas likabehandling. I kapitel 5, som betonar aspekter av speciellt svenskt intresse, kommer denna fråga att ägnas särskild uppmärksamhet. Andra relaterade frågor, som ägnas särskild uppmärksamhet är: 1. företrädesrätt, 2. förvärv av egna aktier, 3. minoritetsskydd och 4. korsvist ägande.

2. *Ekonomisk analys av bolagsrätten. Bolagsrättens syften*

Bakgrund

Ett aktiebolag är en juridisk enhet med fem grundläggande karakteristika: 1. begränsat ansvar för aktieägare, 2. obegränsad livslängd, 3. fri överlåtelse rätt vad gäller aktier, 4. centraliserad företagsledning och 5. status av juridisk person, dvs. kunna vara part i en rättsprocess och sluta avtal. Ekonomer hävdar att aktiebolaget begreppsmässigt kan delas upp i ett antal lätt identifierbara intressegrupper: aktieägare, obligationsinnehavare och övriga långivare, företagsledning, anställda, leverantörer och det omgivande samhället. Alla har tydliga intressen i de företag med vilka de har relationer.

Med andra ord kan bolaget bäst ses som ett nätverk av kontraktsmässiga relationer mellan de olika deltagande aktörerna:

[F]öretaget är helt enkelt ett slags regelkonstruktion som fungerar som ett nätverk för kontraktsmässiga relationer och som också karakteriseras av existensen av delbara residuella fordringar ("divisible residual claims") på organisationens tillgångar och kassaflöden, vilka generellt kan säljas utan tillstånd från de övriga parterna.¹²

Medan människor utnyttjar marknader för enstaka isolerade transaktioner, brukar de organisera sin verksamhet

i företag när de till följd av mera systematiska och upprepade transaktioner sinsemellan har ett gemensamt intresse av ett mera långsiktigt samarbete. Men både ekonomisk verksamhet som sker via marknader och som sker inom företag är resurskrävande. Det är alltid fråga om en avvägning när man beslutar att organisera ett aktiebolag. Kostnaden för att bedriva en verksamhet inom ett bolag är lika med kostnaden för att inte utnyttja marknaden för denna verksamhet. När kostnaderna för att organisera verksamhet inom företag ökar, kommer färre aktiviteter att ske inom företagen.

Enligt den ekonomiska teorin utgörs den huvudsakliga kostnaden för att organisera verksamhet inom företag av agentkostnader, medan den huvudsakliga kostnaden för att göra affärer via marknader är transaktionskostnader. För att ta ett enkelt exempel så har ett företag som behöver folk till sina löpande band ett val. Det kan antingen anställa arbetare för längre tid och därmed integrera dem i företaget eller också kan det anställa tillfällig arbetskraft via marknaden. Att anställa tillfällig arbetskraft för särskilda uppdrag har fördelen att det ger företaget stor flexibilitet och kontroll över arbetskostnaderna. Att anställa folk mera långsiktigt har fördelen att företaget får möjlighet att utveckla långsiktiga relationer med sina anställda och att dessa kan utbildas för mera specialiserade uppgifter. För de flesta – dock inte för alla – företag är den bästa strategin att anställa folk på mera långsiktig basis snarare än att ständigt vara beroende av tillfällig arbetskraft för att klara sina personalbehov.¹³

För andra produktionsfaktorer än arbetskraft gäller en liknande analys. Rent konkret skulle det vara möjligt för ett företag att på daglig basis hyra in de resurser som behövs för produktionen, men praktiskt taget alla företag väljer att köpa eller hyra åtminstone en del av sitt realkapital och sina insatsvaror på mera långsiktig basis. Och naturligtvis är det så att företag uppstår när individer som levererar arbete och finansiellt kapital kommer sam-

man på långsiktig basis med realkapital och andra insatsvaror. Som Ronald Coase noterade 1937, uppkom det moderna aktiebolaget som organisationsform på grund av de transaktionskostnader som uppstod vid affärer via marknaden: "Det främsta skälet till varför det är lönsamt att starta ett företag torde vara att det finns en kostnad förknippad med utnyttjande av prismekanismen. Den mest uppenbara kostnaden för att 'organisera' produktion via prissystemet har att göra med problem att finna det rätta priset."¹⁴

När transaktionskostnaderna för att göra affärer via marknaden stiger, flyttas sålunda produktionen från marknaden och organiseras inom ramen för det moderna företaget. Där ersätts marknads prismekanism med den uppsättning kontraktsmekanismer som definierar företaget. Coases grundläggande insikt var, för att uttrycka det enkelt, att "vinstmaximerande företag kommer att ägna sig åt de verksamheter som de finner är billigare att sköta inom företaget än att köpa på marknaden".¹⁵

En viktig byggsten i den ekonomiska analysen av bolagsrätten är att det grundläggande ekonomiska motivet för aktiebolags bildande är att minska kostnaderna för att säkerställa att avtal följs. Problemet med strategiskt agerande eller opportunistik ex post på marknaden har bidragit till en mycket robust förklaring till existensen av företag. Den intuitiva förklaringen är att förekomsten av *kvassiräntor*, som representerar en tillgångs övervärde i förhållande till dess alternativkostnad eller värdet av den näst bästa användningen, möjliggör ett opportunistiskt beteende. Som Benjamin Klein, Robert G. Crawford och Armen Alchian framhållit i sin klassiska artikel: Om en tillgång ägs av en part och hyrs ut till en annan part, kan den som hyr tillgången exploatera ägaren om tillgången vid något tillfälle inte kan hyras ut av ägaren för alternativ användning till samma hyra som den nuvarande.

Klein, Crawford och Alchian använder följande hypotetiska exempel för att illustrera sin tes:

Antag att part A äger och nyttjar en tryckpress. Förläggare B köper tryckeritjänster från part A genom att hyra hans tryckpress till ett avtalat pris på 5 500 dollar per dag. Den fasta kostnaden för tryckpressen är 4 000 dollar per dag och om den flyttas har den för närvarande ett värde på 1 000 dollar per dag. De rörliga kostnaderna är 1 500 dollar och betalas av tryckpressens ägare, som trycker färdiga trycksidor åt förläggaren. Antag vidare att en annan förläggare C är villig att betala upp till 3 500 dollar för dagliga tjänster. Kvasiräntan på den installerade maskinen är 2 000 dollar (= 5 500–3 500 dollar). Med 5 500 dollar i intäkter per dag från förläggare B täcker tryckpressägaren precis sina kostnader för investeringen. Om förläggaren nu lyckades få ned kostnaderna för att hyra pressen från 5 500 dollar till nästan 3 500 dollar, skulle han fortfarande ha tillgång till tryckeritjänsterna. Han skulle föra över 2 000 dollar av kvasiräntan från tryckpressägaren till sig själv. De 2 000 dollar som utgör skillnaden mellan den tidigare överenskomna dagliga hyresbetalningen och det näst bästa intäktsalternativet för tryckpressen när maskinen väl köpts och installerats är mindre än kvasiräntan och därför möjliga att komma åt. Om ingen annan part fanns att tillgå vid den nuvarande lokaliseringen, skulle hela kvasiräntan vara föremål för hot om exploatering från en skrupelfri och opportunistisk förläggare.¹⁶

Ur en affärsmans perspektiv är problemet lätt att karakterisera. När en tillgång väl är installerad på en viss plats kan den vara så dyr att flytta eller så specialiserad för en särskild användare, så att även om denne betalade ett lägre pris skulle han få nyttja tillgångens tjänster.¹⁷ Det är specialisering, inte monopol, som är problemet i detta sammanhang.

Det bör understrykas att problemet med opportunistiskt beteende på marknaden inte är specifikt för fasta

tillgångar. Problemet förekommer även på arbetsmarknaden i och med att de anställda och företagsledningen måste göra företagsspecifika investeringar i sitt eget humankapital för att kunna konkurrera på dagens sofistikerade och alltmer specialiserade världsmarknader.

Om anställda och ledning skaffar sig specifika kunskaper, som tekniskt kunnande eller kommunikationskunskaper som är unika för företaget de arbetar i, kan exploateringsproblem uppstå. Antag t.ex. att en grupp arbetare överväger att skaffa sig tekniskt kunnande eller kommunikationskunskaper, som när de väl är införskaffade, är specifika för det företag de arbetar för. Antag vidare att dessa företagsspecifika investeringar ökar företagets värde med 1 000 000 dollar. Förhandlingar mellan de anställda och företaget avgör hur dessa 1 000 000 dollar skall fördelas. Antag att förhandlingarna resulterar i en överenskommelse där de två sidorna enas om att dela vinsten lika, så att vardera sidan får 500 000 dollar.

Om de anställda gör investeringen innan de får betalt kan de utnyttjas av företagsledningen, som om inga lagliga hinder föreligger kan frångå överenskommelsen och vägra att betala ut de 500 000 dollar som de anställda skulle ha. Om företaget å andra sidan betalar de anställda 500 000 dollar i förskott för deras investering kan dessa genom att hota att lämna sina arbeten exploatera företaget. Genom ett trovärdigt hot att lämna företaget, kan de anställda, som redan fått alla pengar de var berättigade till, tillgodogöra sig hela den värdeökning i företaget som uppstått till följd av humankapitalinvesteringen.

Poängen är att dessa möjligheter till exploatering ger anledning att organisera produktiv verksamhet i företag snarare än via marknader. För att återvända till det hypotetiska exemplet med tryckpressen, ger förläggarens möjligheter till strategiskt beteende anledning tro att det skulle vara rationellt för tryckpressens ägare att utveckla en strategi för att hantera detta potentiella problem. Detta kan ske antingen genom att insistera på ett långtids-

kontrakt med den överenskomna hyran på 5 500 dollar eller genom att vertikalt integrera verksamheten med förläggaren.

Långtidskontrakt har emellertid ofta betydande nackdelar jämfört med att integrera verksamheterna inom företaget. Förläggaren skulle t.ex. kunna hävda att tryckpressens ägare inte hade producerat en tidning av tillfredsställande kvalitet. Det skulle också vara möjligt för förläggaren att påstå att hans tidningsrörelse gick dåligt och att han inte skulle kunna fortsätta om inte kontraktbestämmelserna ändrades.¹⁸ Förläggaren skulle till och med kunna tvinga fram en omförhandling av villkoren genom att gå i konkurs. Också i länder som t.ex. USA, där man sedan länge räknar med rättsprocesser som ett, om än dyrbart, sätt att genomdriva kontrakt, är de slag av opportunistiskt beteende som beskrivits här mycket svåra att identifiera och ännu svårare att bevisa. Från avtalsparternas synpunkt torde därför en rättsprocess, även om den vore gratis, inte vara någon lösning på deras problem. Därför kan integration inom företaget vara bättre än långtidskontrakt för att hantera dessa problem med strategiskt beteende.

På liknande sätt fungerar inte heller lösningar via avtal utanför företaget i det fall där de anställda investerat i sitt eget humankapital. Det torde helt enkelt inte vara möjligt att övertala rationellt agerande anställda att göra företagsspecifika, långsiktiga investeringar i sitt eget humankapital, om de inte har några garantier för att de skall få vederbörlig kompensation. Å andra sidan kompenserar inte företaget sina anställda för sådana investeringar, om de inte har någon form av garantier att de anställda kommer att fortsätta att arbeta tillräckligt länge för att företaget skall få avkastning på investeringen. Men i liberala demokratier är det vanligtvis omöjligt för arbetstagare och arbetsgivare att enas om att binda sig för en anställningsrelation över längre tidsperioder. Anställda har rätt att säga upp sig från sina arbeten.

Att skapa sådana anställningsrelationer i bolaget att långsiktiga anställningar uppmuntras kan erbjuda en lösning på problemet. När väl folk anställts på permanent basis kan lönehöjningar knytas till antalet anställningsår och pensionssystem kan utformas så att pensionerna inte utfaller om inte den anställde arbetat ett visst antal år i företaget. Om det finns sådana kompenationssystem, kan företag göra investeringar i utbildning av anställda och till och med kompensera dem för de företagsspecifika investeringar i humankapital de gör, och ändå vara säkra på att de stannar i företaget sedan investeringarna gjorts.

Syftet med denna genomgång av de ekonomiska motiven för bolagsbildning är att belysa det faktum att entreprenörer måste bestämma sig för om de skall organisera sin verksamhet inom företag eller via marknaden. Beslutet att organisera verksamheten via marknaden medför transaktionskostnader. Ett viktigt syfte med lagstiftning är att minska transaktionskostnaderna för att på detta sätt gynna ekonomisk verksamhet. När, allt annat lika, transaktionskostnaderna nedbringas i ett samhälle, kommer mer ekonomisk verksamhet att ske via marknaden.

Agentkostnader

Beslutet att organisera verksamheten inom företag medför i stället agentkostnader. Ett mål för lagstiftningen är att minska agentkostnaderna i företaget, därför att en minskning av dessa uppmuntrar ekonomisk verksamhet, vilket främjar investeringar och ökar välfärden i samhället. *Det är bolagsrättens uppgift att minska kostnaderna för att driva affärsverksamheten inom företaget, och då särskilt de kostnader som har med agentrelationer att göra.*

En mångfald av agentrelationer förekommer inom företaget. Företagsledningen anställer arbetare, som arbetar i grupp. De anställda måste övervaka varandra och i sin

tur låta sig övervakas av sina chefer. Dessa övervakas av verkställande direktören och de andra toppcheferna, som i sin tur är föremål för övervakning från styrelsens sida.

Slutligen, och kanske viktigast, är relationerna mellan styrelseledamöterna och företagsledningen å ena sidan och aktieägarna å den andra det mest uppenbara exemplet på agentrelationer i det moderna företaget. Som Adam Smith förutseende påpekade i *The Wealth of Nations*:

Styrelseledamöter i sådana aktiebolag som snarare handhar skötseln av andra pengar än de egna, kan inte väntas vaka över dem med samma oro och vaksamhet som partners i ett privat handelsbolag ("private copartnership") ofta vakar över sina egna. I likhet med upppassare till rika män är de benägna att anse att det inte anstår deras herrar att ägna uppmärksamhet åt småsaker och befriar sig ofta själva från plikten att göra det. Försumlighet och slösaktighet förekommer därför alltid, mer eller mindre, i ledningen av sådana företag.¹⁹

Diskussioner om agentrelationer i stora publika aktiebolag har fokuserat på de till synes ohanterliga problem som en extern investerare står inför. Med ett stort antal aktieägare i ett enda företag har ingen sådan extern investerare incitament att satsa de resurser som krävs för att övervaka företagsledningen. Med ekonomisk terminologi är icke kontrollerande aktieägare "rationellt okunniga". Varje enskild aktieägare som gör den rationella bedömningen att hans egna ansträngningar i avsikt att kontrollera företagsledningen har föga eller ingen effekt, kommer att avstå från att försöka kontrollera dess agerande. "Aktieägarna är utspridda, okoordinerade och hjälplösa."²⁰ Dessa aktieägare har aktier som, åtminstone i teorin, representerar ägarintressen. I praktiken är det emellertid företagsledningen som utövar hela den reella kontrollen, trots att de inte äger alla aktier.

Från denna synpunkt är frågan som tycks förbrylla, varför aktieägarna skulle vara så dåraktiga att de riskerar sina pengar genom att placera dem i ett bolag som de har små möjligheter att utöva inflytande över. Om företagsledningen kan handla i eget intresse snarare än i investerarnas och aktieägarna är för spridda för att kunna kontrollera företagsledningens benägenhet att tillgodose sina egna intressen, är det förvånande att investerarna någonsin skulle göra något så dåraktigt som att riskera sina pengar genom aktieplaceringar i ett publikt bolag.²¹ Trots allt är ju aktiebolagets grundläggande struktur, som innebär att aktieäggande och företagsledning är uppdelade i två separata sfärer, ingen hemlighet. Rationella investerare, som inser detta förhållande, kommer att avstå från att investera.

Men investerarna har inte avstått från att investera. Aktiebolag är den dominerande organisationsformen för affärsverksamhet i industriländerna. De svarar för merparten av all affärsmässig omsättning och kontrollerar huvuddelen av alla privata tillgångar i dessa länder.

En del ekonomer, i synnerhet Michael C. Jensen och William H. Meckling, har givit grundläggande bidrag till agentkostnadsteorin genom att utveckla en modell, som fokuserar på den tidpunkt då ett privatägt företag säljer aktier på marknaden. Efter det att företaget sålt aktier på den öppna marknaden förväntas den tidigare företagsledningen fortsätta att driva verksamheten. Men aktieförsäljningen ger upphov till ett agentproblem, eftersom det finns en intressekonflikt mellan aktieägarna och företagsledningen. Aktieägarna vill att företagsledningen skall ägna sina krafter åt företaget och arbeta hårt för att maximera värdet på aktieägarnas gemensamma investering. I stället kanske ledningen vill ägna sig åt fritidssysselsättningar och därigenom utnyttja en del av företagets resurser för eget privat bruk.

Agentproblemet kan ta sig många uttryck. Medlemskap i golfklubben för de högsta cheferna, egna jetplan och

andra "förmåner" kan i och för sig tjäna rimliga syften i bolaget, men de kan också vara uttryck för intressekonflikter mellan uppdragsgivare och uppdragstagare.

Utöver dessa något mer tydliga uttryck för agentproblemet, kan sådana också avspeglas på ett mer subtilt sätt i de finansieringsbeslut som tas i företaget. Ett sätt på vilket agentkostnader kan visa sig är genom bolagets val av investeringar. Aktieägarna kan minska de risker som följer med individuella aktieinnehav genom att hålla en väl diversifierad portfölj. Dessa aktieägarnas möjligheter att diversifiera i kombination med den rätt till bolagets överskott som gör att de tjänar obegränsat på att bolagets värde ökar, gör att de har möjlighet att tjäna mycket pengar om bolaget tar stora risker. Det är därför aktieägarna föredrar att deras företag väljer högriskstrategier vid investeringar.

Å andra sidan har företagsledarna investerat sitt eget humankapital i de företag de arbetar för. De håller en odiversifierad förmögenhetsportfölj i form av detta humankapital. Det faktum att dessa investeringar är odiversifierade indikerar att företagsledare är mer benägna att ta risker än aktieägarna. Denna skillnad är uttryck för ett slags subtila agentkostnader. Det har till och med hävdats att fusionsvågen på 1960-talet i USA, då många amerikanska företag sökte fusionspartner inom helt andra branscher, bäst kan förklaras utifrån agentkostnadsteorin. Det stora konglomeratet tillhandahöll diversifieringsfördelar åt företagsledningen. Även om vissa enheter i konglomeratet gick dåligt, kunde andra enheter gå bättre och ledningen kunde därmed räkna med att få tillräckliga intäkter för att betala fasta och rörliga kostnader, inklusive egna löner.

Den ökade diversifieringen höjde emellertid administrationskostnaderna i de amerikanska bolagen. Under konglomeratens storhetstid hade amerikanska företag mångdubbelt fler anställda chefer på mellannivå än företag av liknande storlek i andra länder. I vissa fall torde

inte konglomeratmodellen heller ha gynnat aktieägarna, eftersom ledningens förmåga att effektivt kontrollera bolaget minskade, i och med att komplexa, vittomfattande konglomerat är svårare att styra än företag med endast en typ av verksamhet. Dessutom hade aktieägarna inget behov av den diversifiering som konglomeratet erbjöd, eftersom de kunde diversifiera genom att äga aktier i ett stort antal företag. Fusionsvågen i USA under 1960-talet kan därför ses som ett exempel på vilka effekter agentkostnader kan få i praktiken.

För att förstå varför rationellt agerande aktieägare någonsin skulle vilja investera i företag där agentkostnader av de slag vi just beskrivit tar sig mer eller mindre subtila uttryck, måste vi återvända till Jensens och Mecklings centrala insikt. De visade att rationella investerare, när ett företag säljer ut aktier på den öppna marknaden, är ovilliga att betala ett pris för företagets aktier som motsvarar det värde företaget har för en enda ägare som samtidigt är dess chef.²² Eftersom investerarna räknar med kommande intressekonflikter mellan dem själva och företagets ledning är de i stället villiga att betala detta fulla värde *minus de totala förväntade agentkostnaderna*. Den viktiga poängen här är att de ursprungliga ägarna, som säljer ut företagets aktier till allmänheten, får bära hela kostnaden för agentrelationen. Kostnaden kommer i form av den rabatt som potentiella aktieägare kräver för att investera i ett bolag där det finns en risk för att ledningens agerande innebär avsteg från strategin att maximera aktieägarnas vinst.

Implikationen av Jensens och Mecklings insikt om vem som får bära kostnaderna för agentrelationen är att de ursprungliga ägarna har starka incitament att avge trovärdiga löften, att de inte kommer att vidta åtgärder som går emot aktieägarnas intressen, för att kunna få ut högre pris när de säljer ut på den öppna marknaden. Företagsledningen kan gå med på olika operativa regler för verksamheten, budgetrestriktioner och lönekompressions-

stem som ger aktieägarna garantier för att den skall sträva efter att maximera företagets värde.

Företagsledningen kan också säga ja till oberoende styrelseledamöter, revisionskommittéer sammansatta av oberoende styrelseledamöter och regelbundna kontakter med dessa oberoende styrelseledamöter för att lugna aktieägarna. Men alla sådana arrangemang är kostsamma. Av just denna anledning ligger det knappast i någons intresse att helt eliminera agentkostnaderna. Det lönar sig snarare att reducera agentkostnaderna till den punkt där en extra dollar för att minska agentkostnaderna ger en extra dollar i ökad förmögenhet för aktieägaren. Det vore meningslöst (eller som ekonomerna uttrycker det, "det vore ineffektivt") att spendera 100 000 dollar för att försäkra sig om att en direktör avhåller sig från en verksamhet som skulle minska aktieägarnas förmögenhet med endast 25 000 dollar.

De resurser som företagsledningen lägger ned på att reducera agentkostnaderna kallas "bonding"-utgifter i Jensens och Mecklings analys. De inkluderar bl.a. incitamentskapande kompensationsavtal, chefers investeringar i sitt goda rykte och anseende, och lagenliga förpliktelser att inte vara oaktsam (se t.ex. 15 kap. 1 § ABL om stiftares och styrelseledamöters skadeståndsansvar vid skada mot bolaget genom oaktsamhet vid fullgörandet av sina uppdrag).

Därtill lägger aktieägarna ner resurser på övervakning av företagsledningens verksamhet. Kostnaderna för övervakning och "bonding" minskar företagets värde i förhållande till vad det skulle vara i en värld utan imperfektioner. Sammantaget kan agentkostnader mer exakt definieras som summan av huvudmännens (dvs. aktieägarnas) alla utgifter för övervakning plus agenternas (dvs. företagsledningens) alla utgifter för "bonding" plus de ytterligare förluster som alltid uppstår eftersom det helt enkelt inte är lönsamt att fullt ut eliminera agentkostnaderna. En slutsats av Jensens och Mecklings agentkostnadsana-

lys är att det går att tjäna pengar på att finna nya metoder för att reducera agentkostnader. Rättssystemet har en viktig och konstruktiv roll när det gäller att reducera agentkostnader, något som vi kommer att studera närmare i följande avsnitt.

Kapitalstruktur och agentkostnader

Förekomsten av agentkostnader och investerares och entreprenörers ömsesidiga strävan att minska dessa kostnader kan användas för att förklara det moderna publika aktiebolagets kapitalstruktur. Enligt traditionellt tänkande ansågs företag kunna öka värdet på sina aktier genom att helt enkelt öka skuldsättningsgraden. William A. Klein och John C. Coffee har ett exempel som väl illustrerar logiken bakom detta.²³ De konstruerar ett hypotetiskt företag med ett aktiekapital bestående av 1 000 aktier, inga skulder och en förväntad (årlig) vinst på 12 dollar per aktie, dvs. totalt 12 000 dollar. Aktiens marknadsvärde är 100 dollar eftersom marknaden har diskonterat bolagets framtida vinster på 12 dollar per aktie med en diskonteringsränta på 12 procent.

Antag nu att det finns ett annat företag som är identiskt lika med det första företaget, med undantag för kapitalstrukturen. I stället för 1 000 aktier och inga skulder har bolaget 500 aktier och ett banklån på 50 000 dollar. Låt oss för enkelhetens skull anta att en ränta på 8 procent per år täcker räntor och amorteringar på lånet. Företagets totala vinst är oförändrad, men genom att låna har vinsten per aktie ökat från 12 dollar till 16 dollar.

För att beräkna vinsten per aktie i det andra företaget drar vi den årliga räntebetalningen på 4 000 dollar från vinsten på 12 000 dollar. Fastän lånet har minskat bolagets totala årsvinst till 8 000 dollar blir vinsten per aktie 16 dollar. Om vi antar att bolagets diskonteringsränta ligger kvar på 12 procent, kommer marknadsvärdet på före-

tagets aktier att öka från 100 dollar till 133 dollar per aktie ($16/0,12 = 133$ dollar).

Aktieägarna i det andra företaget har således nästan åstadkommit ett mirakel. De har ökat företagets värde, utan att göra några förändringar i verksamheten, genom att helt enkelt ändra företagets kapitalstruktur. Problemet med denna analys är naturligtvis att den ökade skuldsättningen gjort företaget mer riskfyllt, sett ur aktieägarnas synvinkel. Det beror på att skuldförpliktelsen ger långivarna företrädesrätt framför aktieägarna till bolagets vinster. Således leder den ökade skuldsättningen till att sannolikheten för att aktieägarna inte skall få någon avkastning alls på sina investeringar ökar.

Därför skulle i praktiken aktieägarna diskontera företagets framtida vinster med en högre ränta för att kompensera sig för de ökade risker som skuldsättningen medför. Den högre diskonteringsräntan kommer oundvikligen att driva ned aktiernas marknadsvärde. Den kritiska frågan är hur mycket aktiekurserna kommer att sjunka på grund av den ökade skuldsättningen. I årtal hävdade finanse experterna att diskonteringsräntan inte skulle stiga så mycket att fördelarna med den ökade skuldsättningen skulle försvinna.

Förutsättningarna för debatten om företagets kapitalstruktur ändrades helt av Franco Modigliani och Merton H. Miller. De visade att kapitalstrukturen i enskilda företag är irrelevant för en investerare, förutsatt att aktieutdelningar och räntebetalningar inte behandlas olika skattemässigt, eftersom individuella investerare kan replikera varje kapitalstruktur genom att själva låna.²⁴ Deras argument är elegant genom sin enkelhet och vi kan illustrera det genom att återvända till exemplet ovan med de två identiska företagen.

Antag att det verkligen vore så att det första företagets aktier såldes för 100 dollar medan det andra företagets aktier såldes för 133 dollar, trots att de förväntade vinsterna var desamma i de båda bolagen. Vad skulle en ratio-

nell investerare göra om han ställdes inför ett val mellan dessa två investeringsalternativ? Han skulle kunna starta med att köpa 100 aktier i det första bolaget på den öppna marknaden till marknadspriset 100 dollar per aktie. Antag att vår rationelle investerare lånade hälften av de 10 000 dollar han behöver till den gällande räntan 8 procent och betalade resten med egna pengar.

Den enskilde investerarens egen kapitalstruktur skulle nu överensstämma med det andra företags kapitalstruktur.²⁵ Han erhåller 1 200 dollar per år i utdelning från det första bolaget (utdelningen är 12 dollar per aktie och han äger 100 aktier). Han måste betala 400 dollar per år i ränta på de 5 000 dollar som han lånat till 8 procent. Han får därför 800 dollar i vinst per år efter räntebetalningar, på en ursprunglig investering om 5 000 dollar, dvs. 50 dollar per aktie. I detta exempel gör den enskilde aktieägaren således en vinst på 16 dollar per aktie. Med en diskonteringsränta på 12 procent har han lyckats åstadkomma en investering som är värd 133 dollar per aktie för honom. Genom att själv låna har vår investerare exakt replikerat det andra företags kapitalstruktur.

För att uttrycka detta på ett annat sätt erinrar vi oss att vår investerarens förväntade nettoavkastning på investeringen är 800 dollar per år. Han äger 10 procent av aktierna, eftersom han köpt 100 av bolagets 1 000 aktier. Hans nettoavkastning är exakt 10 procent av den nettoavkastning han skulle erhållit om han ägt 10 procent av det andra företaget. Men om han hade investerat direkt i det andra företaget hade han varit tvungen att betala 133 dollar för aktien. Om han köper aktier i det första bolaget för 100 dollar per aktie, får han samma avkastning med en betydligt lägre kapitalinsats, förutsatt att han belånar sitt aktieköp.

Rationella investerare kommer att inse detta och utnyttja situationen för att göra arbitragevinster genom att låna för att köpa aktier i det första bolaget och att sälja aktier i det andra bolaget, tills aktiepriserna i de båda fö-

retagen utjämnats. Detta är kärnpunkten i Modiglianis och Millers analys av kapitalstrukturen: de enskilda investerarnas förmåga att replikera ett bolags kapitalstruktur genom att själva låna gör kapitalstrukturen irrelevant för ett företags kapitalkostnader.

Modigliani–Miller-teoremet är ett intressant och viktigt bidrag till finansieringsteorin, men det bygger på flera viktiga antaganden som inte är uppfyllda i verkligheten. Det faktum att vissa av antagandena bakom hypotesen är orealistiska gör inte Modiglianis och Millers insikter mindre betydelsefulla, eftersom en närmare granskning av deras antaganden ger oss en djupare förståelse för hur komplicerat det är att fastställa den optimala kapitalstrukturen i ett företag. Och här spelar agentkostnader en viktig roll.

Den artikel av Michael C. Jensen och William H. Meckling som vi diskuterat tidigare utvidgade Modiglianis och Millers centrala insikt om kapitalstrukturen genom att visa hur strävan att kontrollera agentkostnader kan ge en generell förklaring till bolagens kapitalstruktur. Deras analys utgår från observationen att det finns agentkostnader som är relaterade till företagets skulder såväl som till dess egna kapital. Agentkostnader relaterade till det egna kapitalet har, som påpekats ovan, att göra med det faktum att företagsledningen kan föra över resurser i företaget från aktieägarna till sig själva. Agentkostnader relaterade till företagets skulder förklaras av att företagsledningen kan tänkas öka bolagets riskexponering, vilket sänker värdet på långivarnas fordringar.

En enkel illustration visar hur ökad riskexponering sänker värdet på fastförräntade fordringar. Tag ett företag vars kapitalstruktur består av 20 procent eget kapital och 80 procent lån och ett totalt värde på 1 000 000 dollar. När pengarna lånades ut investerades alla företagets tillgångar i ett enda projekt, som väntas avkasta 1 100 000 dollar vid slutet av året. Antag vidare att detta projekt inte medför några risker för långivarna. Under värsta tänk-

bara scenario kommer investeringen ändå att ge tillräckliga intäkter för att långivarna skall få full betalning. Antag vidare att räntan på lånet är 10 procent. I slutet av året kommer långivarna att få tillbaka sin ursprungliga kapitalinsats på 800 000 dollar plus 80 000 dollar i ränta. Resten, dvs. 220 000 dollar, tillfaller aktieägarna, vilket för dem innebär 10 procents avkastning på det ursprungligen investerade kapitalet på 200 000 dollar.

Sett i ett agentkostnadsperspektiv är det väsentliga problemet att aktieägarna i detta företag kan överföra förmögenhet från långivarna till sig själva, om bolaget efter att ha erhållit lånet för över resurser från det projekt som beskrivits ovan till ett annat, mera riskfyllt projekt. Antag t.ex. att företaget investerar i ett projekt med 50 procents chans att avkasta 600 000 dollar och 50 procents chans att avkasta 1 600 000 dollar.

Denna investering ger aktieägarna en förväntad avkastning på 360 000 dollar. Det är 50 procents chans att aktieägarna inte får någonting eftersom projektets hela avkastning går till långivarna om den bara blir 600 000 dollar. Men om projektet avkastar 1 600 000 dollar får aktieägarna 720 000 dollar, sedan långivarna erhållit sina 880 000 dollar. Således är aktieägarnas förväntade avkastning på den andra investeringen 360 000 dollar $[(0,5 \cdot 0) + (0,5 \cdot 720\,000)]$. Genom att skifta över till detta andra, mera riskfyllda projekt kan således aktieägarna öka sin förväntade avkastning på de investerade 200 000 dollar från 20 000 dollar till 160 000 dollar, dvs. från 10 procent till 80 procent.

Medan denna investeringsförändring gynnar aktieägarna, missgynnar den långivarna. Efter övergången till det andra projektet är långivarnas chanser att få tillbaka hela sitt insatta kapital endast 50 procent, varför deras förväntade avkastning drastiskt minskar.

Jensens och Mecklings bidrag var att påpeka att, allt annat givet, agentkostnadsproblem relaterade till ett företags skulder ökar när skuldsättningsgraden ökar och

minskar när skuldsättningsgraden minskar. Ett företag kan således minska de agentkostnader som hänger samman med skuldsättningen genom att emittera mer aktier i syfte att förbättra soliditeten. Å andra sidan minskar de agentkostnader som är relaterade till det egna kapitalet när bolaget ökar sin relativa skuldsättning och tvärtom. Enligt Jensens och Mecklings resonemang kommer företag därför att justera sin kapitalstruktur så att de *totala agentkostnaderna*, dvs. summan av agentkostnaderna relaterade till skuldsättningen och agentkostnaderna relaterade till det egna kapitalet, minimeras. Företagen kan åstadkomma detta genom att öka den totala skuldsättningen till dess att de agentkostnader som är resultat av en dollar i ökad skuldsättning är högre än de agentkostnader som uppstår med en ökning av det egna kapitalet med en dollar. Vid denna punkt kommer företagen att börja skaffa sig kapital genom att emittera aktier snarare än genom upplåning.

Agentkostnaderna ökar då företagets skuldsättning ökar, och det av tre skäl: 1. incitamenteffekter, 2. övervaknings- och ”bonding”-kostnader och 3. konkurskostnader. Incitamenteffekterna är lätta att beskriva. Som Jensen och Meckling påpekat:

Vi finner inte många stora företag som nästan helt finansieras med olika skuldinstrument (. . .), på grund av den effekt en sådan finansiell struktur skulle ha på ägarens/företagsledarens beteende. Potentiella långivare kommer inte att låna ut 1 000 000 dollar till ett företag i vilket entreprenörer investerat 10 000 dollar. Med den finansiella strukturen kommer ägaren/företagsledaren att ha starka incitament att ägna sig åt verksamheter (investeringar), som lovar hög avkastning om de visar sig lyckosamma, även om de har en mycket låg sannolikhet att lyckas. Om det går väl, får han ut det mesta av vinsterna, om det går illa, får långivarna stå för huvuddelen av kostnaderna.²⁶

Som Jensen och Meckling påpekar, kommer rationella investerare inte att låna ut pengar till företag utöver en viss nivå, utan att kräva del i överskottet, på grund av de skuldrelaterade agentkostnaderna som ger incitament till ökat risktagande. Dessutom fruktar långivarna att aktieägarna skall föra över förmögenhet till sig själva genom att *ex post*, dvs. efter det att långivarna har beviljat krediterna, låta företaget investera sina tillgångar i mera riskfyllda projekt. Men *ex ante* har både aktieägare och långivare starka skäl att vidta en rad åtgärder, som begränsar aktieägarnas möjligheter att *ex post* agera opportunistiskt på detta sätt. Till exempel kan företag som vill låna pengar gå med på att skriva detaljerade lånekontrakt, att låta externa revisorer granska, att begränsa sin egen möjlighet att betala utdelning eller ta upp ytterligare lån i framtiden, och att hålla rörelsekapitalet på en viss nivå. Naturligtvis medför alla dessa överenskommelser kostnader. De är kostsamma att formulera, övervaka, genomdriva och rätta sig efter. Dessa kostnader utgör de övervaknings- och "bonding"-kostnader som hänger samman med upptagandet av lån.

Den tredje typen av agentkostnader i samband med lån utgörs av konkurskostnader. Eftersom konkurs är en kostnadskrävande process, i vilken kostnaderna för förfarandet tar i anspråk en inte oväsentlig andel av företagets tillgångar, kommer sannolikheten för konkurs att minska företagets värde för långivarna i och med att värdet på deras fordringar i en konkurs minskar.

Jensen och Meckling insåg att alla dessa kostnader – kostnaderna för felaktiga incitament, kostnaderna för övervakning och "bonding" och konkurskostnaderna – kommer att bäras av de ursprungliga entreprenörerna i form av högre räntebetalningar på bolagets skulder. Dessutom tenderar dessa kostnader att öka när bolaget ökar sin skuldsättningsgrad.

Den ursprungliga ägaren/entreprenören får också bära de agentkostnader som är relaterade till emissioner av ak-

tier på den öppna marknaden. Det tydligaste uttrycket för detta slag agentkostnader är ”företagsledarens tendens att utnyttja företagets resurser för egna konsumtionsändamål”.²⁷ Men agentkostnader relaterade till det egna kapitalet tar sig även ett antal mera subtila uttryck. När externa investerares andel av aktiekapitalet ökar, minskar t.ex. företagsledningens ”vilja att ägna större ansträngningar åt kreativ verksamhet som att söka efter nya, lönande projekt”²⁸ och företagsledarnas intresse för bolagets kassaflöden kommer mer att likna långivarnas än aktieägarnas. Till följd härav kan företagsledarna komma att försöka minska bolagets risker under den nivå som skulle vara bäst för bolaget, för att skydda de egna humankapitalinvesteringarna eller helt enkelt för att undvika den stress och oro som följer med att vara involverad i riskfyllda projekt.

Implikationer

Syftet med denna diskussion har varit att ge en introduktion till den ekonomiska analysen av det moderna publika aktiebolaget. Den viktigaste lärdomen från denna analys är att bolaget utgör ett oerhört komplext nätverk av kontraktsmässiga relationer. Diskussion ovan har beskrivit de viktigaste implikationerna av denna fundamentala insikt. Således är, tvärtemot vad folk i allmänhet tror, den viktigaste konsekvensen av den ekonomiska analysen av bolagsrätten inte att den förser oss med en uppsättning normativa regler som skall vägleda beslutsfattare. Snarare är det så att ”synen på företaget som ett nätverk av kontrakt inte i sig ger svar på frågan vad ett företag är, men ändrar förutsättningarna för debatten”.²⁹ Modiglianis och Millers respektive Jensens och Mecklings pionjärinsatser visar att företagets sätt att fungera liknar marknadens, vilket innebär att företagets beteende är ett resultat av en ”komplicerad jämviktsprocess” i vilken alla de som bidrar

till företagets verksamhet, såsom anställda, leverantörer, kunder, långivare och aktieägare, deltar.³⁰

Som framhållits bör rättssystemet ha som främsta mål att minska de kontraktsrelaterade kostnaderna inom bolaget. Annorlunda uttryckt bör lagstiftningen sträva efter att underlätta den ”komplicerade jämviktsprocess” som beskrivits. Följande avsnitt beskriver det sätt på vilket den juridiska processen och marknadsprocessen kan arbeta sida vid sida för att främja företagets alla olika intressenter.

3. *Lösningar på företagets problem via marknaden och via rättssystemet*

Aktiebolaget som standardkontrakt

En konsekvens av insikten att bolaget är ett nätverk av kontrakt är att gränsen mellan företag och marknader vid någon punkt blir oklar. Ironiskt nog är det just i denna gråzon som bolagsrättens ekonomiska funktion framträder tydligast. Gränsen mellan företag och marknader blir oklar därför att båda fungerar på basis av kontraktsmässiga arrangemang. Kontrakten inom företag definierar relationerna mellan företagsledning, styrelseledamöter och anställda, liksom mellan aktieägare och andra investerare. Kontrakten på marknaderna definierar relationerna mellan leverantörer, producenter och övriga som är involverade i marknadstransaktioner.

Mot bakgrund av att företaget är ett nätverk av kontrakt har Oliver Hart noterat:

Det är föga poängrikt att försöka göra en distinktion mellan transaktioner inom företaget och transaktioner mellan företag. Snarare utgör båda kategorierna av transaktioner en del av ett kontinuum av olika kontraktsrelationer, där olika företag eller organisationer representerar olika punkter på detta kontinuum. Med andra ord representerar varje typ av affärsorganisation ingenting annat än ett speciellt "standard"-kontrakt. Ett sådant standardkontrakt utgörs av det publika bolaget, som karakteriseras av begränsat ansvar,

obestämmd livslängd och fritt överlåtbara aktier och rösträtter. I princip skulle det vara möjligt att skapa ett kontrakt med dessa karakteristika varje gång det behövs. Givet att dessa karakteristika kan antas vara användbara i flera olika sammanhang, är det emellertid mera bekvämt att kunna hänvisa till ett standardkontrakt. Fåmansbolag och handelsbolag är andra exempel på användbara standardkontrakt.³¹

Sålunda är det lagstiftningens uppgift att minska kostnaderna för att upprätta affärsrelationer och det främsta sättet att göra detta på är att formulera standardkontrakt som minskar de olika parternas kostnader för att organisera affärsprojekt. Det skulle bli orimligt kostsamt för de olika parterna i en långvarig relation som ett aktiebolag att specificera alla regler och villkor för en sådan allians i ett enda kontrakt, eftersom framtida förhållanden är komplicerade och osäkra. Bolagsrätten bör erbjuda det standardkontrakt som parterna själva skulle ha enats om, för att därmed spara tid och pengar för parterna, som annars skulle varit hänvisade till en lång och komplicerad förhandlingsprocess.

Det finns många regler inom bolagsrätten och inom praktisk bolagsverksamhet som, åtminstone delvis, kan uppfattas fylla denna funktion. Bestämmelsen att aktieägarna i ett bolag ej personligen svarar för bolagets förpliktelser (1 kap. 1 § ABL) är t.ex. en standardform som gör det möjligt för presumtiva investerare att definiera sina relationer till bolaget. Affärsmän eller investerare som finner att kostnaderna för begränsat ansvar (i form av ökade upplåningskostnader och högre försäkringskostnader) överstiger intäkterna kan *välja* att avstå från att bli aktieägare och i stället organisera sina företag som handelsbolag eller enkla bolag. Alternativt kan de som vill investera i ett aktiebolag, men som anser det vara för riskfyllt med det begränsade ansvaret, avtala bort standardregeln om begränsat ansvar genom att kräva att styrel-

seledamöter och företagsledning undertecknar personliga garantiåtaganden. Och presumtiva investerare kan naturligtvis alltid avstå från att investera eller välja att bidra med lån, snarare än aktiekapital.

Denna relation mellan investerare och aktiebolag kan ges en ännu mera skraddarsydd utformning. Aktieägarna kan åberopa sitt begränsade ansvar gentemot de flesta kreditorer, men kan teckna personliga garantiåtaganden för att därigenom upphäva eller anpassa standardkontraktets formuleringar om begränsat ansvar. Detta görs naturligtvis ofta av majoritetsaktieägarna i små aktiebolag, så att dessa bolag skall få tillgång till bankfinansiering.

Bestämmelser om jäv för företagsledning och styrelseledamöter är ett annat exempel på hur bolagsrätten fungerar som ett standardkontrakt. Den svenska aktiebolagslagen tillåter t.ex. inte att aktiebolagets styrelseledamöter och verkställande direktör handlägger frågor som rör avtal mellan dem och bolaget, och inte heller avtal mellan bolaget och tredje man, om de i dessa frågor har ett väsentligt intresse som kan vara stridande mot bolagets (8 kap. 10 § ABL).

Ytterligare ett exempel på hur bolagsrätten fungerar som standardkontrakt är den bestämmelse som begränsar bolags möjligheter att betala utdelning. Dessa bestämmelser skyddar bolagets kreditorer mot aktieägarnas försök att öka deras risk, genom att minska bolagets buffert i form av eget kapital efter det att krediten beviljats. Om aktiebolagslagen inte innehöll bestämmelser om vinstutdelning som en del av sitt standardkontrakt, skulle kreditorerna tvingas förhandla om sådana restriktioner i varje enskilt fall i ännu större utsträckning än i dag. Detta skulle medföra betydande kostnader för aktiebolagets olika parter. I överensstämmelse med denna analys får svenska aktiebolag inte betala högre utdelningar till aktieägarna än vad som motsvarar bolagets eller koncernens nettovinster och fria reserver minus redovisade för-

luster, belopp avsatt för bundet eget kapital och belopp som enligt bolagsordning eljest skall användas för annat ändamål än utdelning till aktieägarna (12 kap. 2 § ABL).

På liknande sätt är de allmänna bestämmelserna om ökning av aktiekapitalet genom nyemission eller fondemission, som behandlas i 4 kapitlet aktiebolagslagen, utformade för att underlätta kapitalbildningen genom att upprätta fungerande grundregler för bolag som vill få kapitaltillskott från marknaden. Det är värt att understryka att de viktigaste bestämmelserna i 4 kapitlet ger aktiebolag tillräcklig flexibilitet för att skräddarsy emissioner så att speciella behov kan beaktas. Bolag kan t.ex. emittera nya slag av aktier (4 kap. 5 § 1 st. 2 ABL). Bolag kan också själv bestämma tidpunkten när aktier skall betalas (4 kap. 5 § 1 st. 6 ABL), liksom beräkningsgrunden för fördelning av de aktier som inte tecknats med företrädesrätt (4 kap. 5 § 1 st. 7 ABL). Aktier kan också köpas i utbyte mot apportegendom, om vissa bestämmelser iakttas som garanterar att värdet på egendomen som överförs till aktiebolaget i utbyte mot aktier inte åsatts ett högre värde än det verkliga värdet för bolaget och att egendomen är av nytta för bolaget som tar över den (4 kap. 6 § ABL).

Även sådana till synes mindre viktiga bestämmelser som 8 kap. 11 § ABL, vilken specificerar vem som företräder bolaget och tecknar dess firma, är avsedda att klarlägga på vilket sätt bolaget deltar i kontraktsprocessen. Lagens syfte bör vara att bidra till klarhet och flexibilitet. 8 kap. 11 § ABL åstadkommer detta genom att ge styrelsen (om ej förbud däremot intagits i bolagsordningen) rätt att besluta om vem som utöver styrelsen själv kan företräda bolaget och teckna dess firma. Styrelsen kan utse styrelseledamöter eller verkställande direktör eller någon annan att företräda bolaget. Och för att skydda bolagets intressen kan styrelsen när som helst återkalla bemyndigandet.

Styrelsen har slutligen enligt svensk lag huvudansvaret för bolagets organisation och förvaltning. Om ett aktie-

bolag har en verkställande direktör är denne ansvarig för den löpande förvaltningen av bolaget enligt de riktlinjer och anvisningar som styrelsen meddelar. Den verkställande direktören får till och med utan styrelsens bemyndigande vidta åtgärd när snabbhet krävs för att skydda bolagets intressen (8 kap. 6 § och 12 § ABL).

Lagens logik och begränsningar

Genom att karakterisera aktiebolaget som ”ett nätverk av kontrakt”, har diskussionen ovan identifierat en viktig roll som rättsregler spelar när det gäller att främja de olika parternas intressen. Eftersom kontrakt är kostsamma att formulera och förhandla fram, skapar samhällen, som söker uppmuntra kapitalbildning, effektiv kapitalallokering och sparande och investeringar, ett regelsystem som erbjuder företagsledning och aktieägare ett standardiserat och entydigt språk. Genom att tillhandahålla en standard för de aktieägare som inte anser det vara lönsamt att själva skraddarsy sina kontrakt, kan lagen spela en viktig roll. Bolagsrätten spelar en särskilt framträdande roll när det gäller att hjälpa intressenter att hantera situationer som de inte trots skulle kunna inträffa. När sannolikheten för en viss händelse bedöms vara mycket liten, lönar det sig vanligtvis inte att specificera hur parterna skall bete sig om händelsen faktiskt inträffar:

Företag som önskar utnyttja denna [standard-]möjlighet kan därigenom minska transaktionskostnaderna genom att inte förhandla fram specifika bestämmelser i sina kontrakt. Men inte alla företag finner att det legala koncept som väljs passar deras behov. Möjligheten för företag att avtala bort kostsamma lagregler när det finns privata alternativ med lägre kostnader måste vara något som karakteriserar varje effektivt standardkontrakt.³²

Det är naturligtvis oundvikligt att frågan om vilken form dessa standardregler skall ha uppstår när bolagslagar skrivs. Frank H. Easterbrook och Daniel R. Fischel har noterat att ”bolagsrätten bör bestå av standardkontrakt av det slag aktieägarna själva skulle välja”.³³

En annan viktig funktion för bolagsrätten, sett i det moderna kontraktsteoretiska perspektivet, är att se till att företagets olika intressenter står fast vid de överenskommelser de gjort. När parterna väl har investerat i ett företag finns, som framhållits ovan, incitament att agera på ett annat sätt än vad investerarna ursprungligen tänkt sig. Aktieägarna har t.ex. incitament att höja bolagets risknivå, vilket är anledningen till att praktiskt taget alla sofistikerade aktiebolagslagar innehåller begränsningar för bolagets utdelningspolitik.

Och det är viktigt att understryka att bolagsrättens bestämmelser om utdelningsbegränsning innebär fördelar inte bara för intressenter med fasta fordringar, vilkas intressen de skyddar direkt, utan även för aktieägarna. Aktieägarna gynnas av utdelningsrestriktioner därför att bolaget då får bättre tillgång till kapitalmarknaderna, vilket kommer aktieägarna till del genom ökade vinster. Som Bengt Holmström noterat: ”aktieägarnas förmögenhet ökar om företagsledningen – med stöd av lagen – utfäster sig att stå fast vid bestämmelser i bolagsordningen som är effektiva *ex ante* i stället för att aktieägarna, utan sådana utfästelser, skall tvingas ägna sig åt kostsam övervakningsverksamhet”.³⁴

Enkelt uttryckt är det tydligt utrett i den ekonomiska teorin att ”bonding” av tredje part för att garantera ett visst handlande kan hjälpa parter som försöker nå en överenskommelse, när det finns skäl att tvivla på att överenskommelsen kommer att iakttas.³⁵ Själva bildandet av ett aktiebolag och därigenom valet av den uppsättning föreskrifter och förbud som bolagsrätten omfattar utgör en sorts ”bonding”.

”Bonding” kallas således helt enkelt varje typ av bete-

ende som en individ ger sig in på och som medför kostnader eller sanktioner för individen, om han bryter tidigare löften eller överenskommelser. En viktig illustration av detta i bolagssammanhang ger bolagens beslut att börsintroducera aktien. Historiskt innebar beslutet att notera aktien på ett lands aktiebörs (New York-börsen i USA, Stockholms-börsen i Sverige) en garanti till investerare att börsens regler skulle iakttas. För att locka till sig medlemmar skapade aktiebörserna regler, som fungerade som substitut för bolagsrättsliga regler. New York-börsen hade t.ex. regler om externa revisorer och krävde att noterade företag skulle lämna in resultat- och balansräkningar till börsen, långt innan delstatliga eller federala lagar i USA ställde sådana krav.³⁶

Värdet av att formellt organiserade börser utgör en garanti har stått klart sedan länge. Notering på en börs innebar en försäkran till parterna att bolaget inte skulle bryta mot börsreglerna. Företag som bröt mot reglerna kunde avföras från börsen och förlorade då tillgången till den centrala marknadsplatsen, vilket följaktligen resulterade i en lägre aktiekurs. Dessa långsiktiga konsekvenser av att bli avförd från börsen torde ha minskat värdet av de kortsiktiga vinsterna för aktieägarna av att bryta mot börsreglerna.³⁷

Tack vare förbättrad kommunikations- och informationsteknik är i dag aktiebörserna inte längre naturliga monopol. Konkurrerande börser och OTC-marknader innebär starka hot mot de gamla börserna. Existensen av dessa konkurrenter har minskat värdet av de garantier som medlemskap tidigare erbjöd. Nu är börsreglerna i och för sig fortfarande en viktig källa för bolagsrätten, men bara under förutsättning att rättssystemet tillåter börserna att vidta meningsfulla sanktioner, som t.ex. böter för direktörer och styrelseledamöter i noterade bolag som bryter mot reglerna. Enbart hotet att bli avförd från börsen är inte längre tillräckligt som garanti för att reglerna efterlevs.

4. *Tvingande och dispositiva regler*

En grundläggande tes i den ekonomiska analysen av bolagsrätten är att lagreglerna bör vara dispositiva snarare än tvingande. Forskare med den traditionella, icke-ekonomiska ansatsen vad gäller bolagsrättsliga och andra regler för bolaget förkastar idén att lagreglerna bör vara dispositiva. Dessa forskare hävdar att bolagsrätten bör innehålla en uppsättning bestämmelser och kontrollsystem som reglerar bolagens interna skötsel och som parterna inte skall kunna ändra eller avvika från, även om de själva är överens om sådana ändringar eller avvikelser.

Det bör från början understrykas att ingen hävdar att *all* bolagslagstiftning skall vara tvingande. Även de mest ivriga förespråkarna för tvingande lagar inser att marknadskrafterna och ömsesidiga överenskommelser spelar en viktig roll när reglerna för bolagens verksamhet fastställs.³⁸

Det kanske vanligaste argumentet för tvingande lagregler har sin grund i samma typ av agentkostnadsproblem som intresserat ekonomer. Men det är inte på något sätt självklart att risken för att aktieägarnas intressen skiljer sig från företagsledningens automatiskt ger stöd för en tvingande bolagslagstiftning, som parterna inte kan anpassa efter eget behov om de så önskar.

Som framhållits är den viktigaste frågan inte om företagsledningens intressen skiljer sig från aktieägarnas i en lång rad frågor som påverkar bolaget. Ingen förnekar att så är fallet. Problemet är snarare om fördelarna med en

uppsättning tvingande lagregler – såsom t.ex. fördelarna i form av minskade agentkostnader – är större än de nackdelar reglerna för med sig. All erfarenhet tyder på att tvingande regler inte ger aktieägarna några betydande fördelar och att varje identifierbar fördel som hänger samman med sådana regler, mer än väl motverkas av nackdelarna.³⁹

Argument för tvingande regler

1. Investerarskydd

Som nämnts är agentkostnader det främsta argumentet för tvingande regler. Efter det att aktieägarna givit sitt ursprungliga kapitaltillskott kan de inte hindra att företagsledningen agerar mot deras intressen. Jeffrey N. Gordon har framhållit att argumentet för investerarskydd bygger på två antaganden. Det första antagandet är att oinformerade och osofistikerade aktieägare ”blir systematiska offer för oväntade, ensidiga bestämmelser i bolagsordningen”.⁴⁰

Det andra kritiska antagandet är att bestämmelser i bolagsordningen, till skillnad från annan information som kan påverka investerarens förväntade avkastning, inte är prissatta, så att även välinformerade aktieägare kan drabbas.⁴¹

Anledningen till att argumenten för investerarskydd beror på dessa antaganden är att, om något av dem visar sig vara felaktigt, kommer marknaden att korrekt prissätta de nya, icke tvingande regelvarianter som finns intagna i bolagsordningen. Därav följer att den ursprungliga säljaren av värdepapper, inte köparna, kommer att bära kostnaderna för varje suboptimal dispositiv lagregel. Dessa kostnader kommer att ta formen av ökade kapitalkostnader.

Båda de antaganden som är nödvändiga för att ge stöd åt argumenten för investerarskydd är starkt missvisande.

I sofistikerade ekonomier behöver investerare inte bli informerade för att kunna skydda sig. Relevant, tillgänglig information om bolaget finns avspeglad i en enda punkt – aktiekursen. Investerare, som köper och säljer aktier till det pris som marknaden sätter, gör detta i förlitan på att detta är ett rimligt pris eftersom merparten av all offentligt tillgänglig information avspeglas i marknadspriset. Även på relativt outvecklade värdepappersmarknader, med tunn handel och dålig likviditet, representerar marknadens prissättning den bästa tillgängliga informationen om en placerings värde.

Som antytts måste marknaden på något sätt vara oförmögen att prissätta nya bestämmelser i bolagsordningen, för att argumenten för investerarskydd skall kunna motivera tvingande regler i bolagslagstiftningen. Men detta är extremt osannolikt. För det första är informationen i bolagsordningen, till skillnad från insiderinformation, oföretlig:

En bestämmelse i bolagsordningen som på ett avgörande sätt påverkade risk och avkastning borde noteras av den informerade placeraren på samma sätt som andra affärsförhållanden skulle noteras. I ett system med avtalsfrihet skulle det vara förvånande om t.ex. ett företag ersatte årliga val av styrelseledamöter med en självförnyande styrelse utan att kursen vid nästa nyemission påverkas. Med andra ord torde bolagsordningen bli föremål för mycket noggrannare studier, om tvingande bestämmelser togs bort, och vi skulle lätt kunna observera pris effekter på betydande avvikelser från standardkontraktet.⁴²

Tillgängliga empiriska studier ger stöd åt slutsatsen att marknadspriserna påverkas av och speglar viktiga förändringar i bolagsordningen.⁴³ Ett exempel: På grund av både branschpraxis och sedan länge etablerade regler vid New York-börsen följde publika bolag regeln om en aktie/

en röst. Enligt denna regel skall varje emitterad aktie berättiga till en röst i de frågor som kräver omröstning. Men i enlighet med tanken att variationer i bolagspraxis prissätts korrekt har studier visat att, när bolag emitterat aktier med lägre eller inget röstvärde, har dessa aktier noterats till ett lägre pris än aktier med fullt röstvärde.⁴⁴ Dessutom visar empiriska erfarenheter att det faktum att aktier som emitterats med lägre röstvärde noterats till lägre kurs inte endast gäller för aktier emitterade vid den ursprungliga aktieemissionen utan också vid nyemissioner.⁴⁵

Denna analys har ett flertal implikationer. För det första kan marknadsaktörerna snabbt få reda på nya bestämmelser i bolagsordningen och prissätta dem korrekt. I synnerhet finns det gott om empiriska resultat från experiment – med särskilda röstningsbestämmelser, representation i bolagsstyrelser, konverteringsvillkor för skulder och preferensaktier, återköps- och inlösenvillkor vad gäller skulder – som visar att nya bestämmelser ofta tillkommer vid förhandlingar mellan emittenterna och de emissionsinstitut ("underwriters") som agerar på presumtiva köparens vägnar.⁴⁶ Det faktum att emittenter och emissionsinstitut lägger ned resurser på att utarbeta och förhandla om nya bestämmelser i skuldebrev och i bolagsordningar visar tydligt att dessa prissätts av marknaden.

För det andra är det lika sannolikt att nya bestämmelser som införs i bolagsordningar eller låneavtal gynnar investerarna som att de missgynnar dem. Det beror på att emittenterna, som är angelägna att minimera kostnaderna för kapitalanskaffning, inser att de kan sänka sina kapitalkostnader genom att gå med på bestämmelser i bolagsordningen som garanterar investerarna bättre skydd. Och naturligtvis vill både emittenter och investerare gärna komma överens om nya bestämmelser som höjer bolagets totala värde, eftersom alla parter vinner på sådana överenskommelser.

För det tredje skapar en rättsordning som binder delta-

gande parter genom tvingande lagregler kostsamma stelheter i rättssystemet. Företag är olika och investerarnas preferenser varierar. Till följd av dessa variationer är det inte säkert att det som är bra för ett bolag med ett slags investerare är bra för ett annat bolag med andra typer av investerare. Tvingande regler hindrar investerare och emittenter från att skraddarsy förutsättningarna för sin verksamhet så att de passar parternas speciella behov. På samma sätt hindrar tvingande lagregler bolagsrätten från att förbättras genom innovationer i bolagens styr- och kontrollsystem. Där utformningen av bolagsrätten karakteriseras av dispositiva i stället för tvingande regler har investerare, emitterande bolag, jurister och emissionsinstitut alla incitament att utveckla nya styr- och kontrollsystem, som ger bolagen möjlighet att anskaffa kapital billigare, genom att erbjuda presumtiva investerare det skydd och de garantier som krävs för att få dem att investera till lägre kostnad. Med tvingande regler finns det däremot ingenting som stimulerar till innovationer.

Till sist är det viktigt att inse att även sofistikerade investerare, som normalt inte kan förväntas analysera, värdera och prissätta nya bestämmelser som avviker signifikant från normen, skyddas av marknadens prismekanism eftersom de betalar marknadspris för de värdepapper de förvärvar. Detta marknadspris avspeglar de sofistikerade marknadsaktörernas, t.ex. emissionsinstitutens, förmåga att värdera nya bestämmelser i bolagsordningen och att förhandla med emittenterna om hur dessa skall prissättas. Argumentet att aktieägarna systematiskt kommer att drabbas av oväntade, ensidiga bestämmelser i bolagsordningen stämmer således vare sig med empiriska erfarenheter eller med dagens kunskaper om hur kapital- och finansmarknader fungerar. Sammanfattningsvis är det, som Michael C. Jensen och William H. Meckling förutsade, emittenterna, inte aktieägarna, som bär kostnaderna för osäkerhet, risk och suboptimalitet i

nya bestämmelser i bolagsordningen. Dessa bestämmelser kommer att prissättas på ett riktigt sätt av marknaden och denna prissättningsprocess tjänar som skydd för alla investerare, inklusive de osofistikerade.

I detta sammanhang kan hävdas att marknaden kommer att lyckas värdera viktigare händelser, som t.ex. ändringar i kapitalstrukturen eller emission av aktier utan rösträtt, men att den inte lika framgångsrikt kommer att kunna värdera regler som rör mycket osannolika händelser eller regler som inte har någon dramatisk effekt på aktieägarnas förmögenhet. Jeffrey N. Gordon har uttömmande analyserat denna fråga:

Det finns föga skäl att sätta upp och upprätthålla ett system av tvingande regler, med förmodat kostsamma stelheter som följd, i syfte att undgå händelser vars totala förväntade effekter är obetydliga. Det skulle vara en dålig satsning. Sammanfattningsvis kan tvingande lagregler inte motiveras med hänvisning till någon informationsasymmetri mellan investerare och ägare/företagsledning.⁴⁷

2. Osäkerhet

Ett andra skäl för tvingande lagregler är att olika bolag – om lagreglerna inte är tvingande – skulle arbeta efter olika lagregler och begränsningar och att dessa skillnader skulle skapa osäkerhet. Framför allt skulle det råda osäkerhet om hur en särskild bestämmelse i bolagsordningen kommer att användas av bolaget, eller tolkas av bolagsstyrelsen eller domstolarna. I den utsträckning individuellt utformade villkor i avtal ökar osäkerheten om emittenters och investerares rättigheter och skyldigheter bärs emellertid kostnaderna av emittenterna och inte av investerarna. Sett ur ekonomisk eller kontraktmässig synvinkel kommer således kostnaderna för osäkerheten att bäras av dem som initierade avvikelserna från standardvillkoren. Som Jeffrey N. Gordon uttryckt det:

Potentiella aktieägare kommer att inse att de skräddarsydda klausulerna kan få oföretsebar inverkan på företagets utbetalningar och kräver därför lägre aktiepriser som kompensation för denna risk. För att minska dessa kostnader kommer företag att hålla sig strikt till standardkontrakten, förutom när skräddarsydda bestämmelser ger fördelar som överväger nackdelarna. Två sådana situationer är möjliga: där den skräddarsydda bestämmelsen förbättrar företagets funktionsförmåga i så hög grad att aktiekursen faktiskt stiger, eller där den ger en intäkt som bolagets grundare anser överstiga kostnaderna. Exempelvis kan kontroll över företaget vara så viktigt för grundarna att de föredrar en självförnyande styrelse framför årliga stämموval, trots den negativa effekten på företagets aktiekurs. I båda dessa fall är den skräddarsydda bestämmelsen överlägsen standardbestämmelsen, sett i ett privat vinstmaximeringsperspektiv. Således tycks osäkerhetshypotesen ha lågt förklaringsvärde vad gäller bolagsrätten.⁴⁸

3. Dispositiva regler och strategiskt beteende: Problem i samband med förändringar i bolagsordningen

Ett viktigt skäl för tvingande regler är att de gör det möjligt för emittenterna att ge investerarna bindande utfästelser att inte föreslå ändringar i bolagsordningen som minskar deras förmögenhet. Entreprenörerna bär hela kostnaden för nya bestämmelser i bolagsordningen när aktierna första gången bjuds ut på marknaden. Dessa entreprenörer har starka incitament att skriva in bestämmelser i bolagsordningen som ökar aktieägarnas förmögenhet genom att erbjuda starkt skydd för investerarna. Men när förändringar i bolagsordningen föreslås "på halva vägen" ("mid-stream changes"), dvs. efter det att aktierna sålts i den första emissionen till allmänheten och de ursprungliga bestämmelserna prissatts, kommer ett antal faktorer att bidra till att försvåra för investerarna att

skydda sig mot förändringar som går emot deras intressen.

Ett problem för aktieägare som ställs inför sådana ändringsförslag är att de är rationellt okunniga. Med andra ord vill rationella individuella aktieägare endast investera resurser i en utvärdering upp till den punkt där kostnaderna för värderingen är lika med eller understiger intäkterna av de högre aktiekurser som blir resultatet av att oönskade ändringar i bolagsordningen avvärjs. Denna kostnads-intäktskalkyl kan väntas resultera i att rationella aktieägare inte bryr sig om att analysera de troliga effekterna av de föreslagna ändringarna, och det av två skäl. För det första är kostnaderna för att analysera effekterna av en ändring av bolagsordningen fasta. För en liten aktieägare kan dessa kostnader motsvara hela värdet av hans placering. Om t.ex. kostnaderna för att utvärdera en ändring i bolagsordningen är 100 000 dollar, skulle det inte vara rationellt för en aktieägare som köpt aktier för 50 000 dollar att kosta på sig denna utvärdering.

För det andra måste intäkterna av utvärderingen nedjusteras för att ta hänsyn till att ändringar i bolagsordningen förutsätter omröstning bland aktieägarna och att det är osannolikt att en enskild aktieägars röst då skulle få avgörande betydelse. De aktieägare som utvärderar de troliga effekterna av en föreslagen ändring måste därför bära de extra kostnaderna för att informera övriga aktieägare, eftersom det i annat fall inte är troligt att utvärderingen ger resultat.

Utöver problemet med rationell okunnighet kan de insiders som vill genomdriva ändringar i bolagsordningen, som minskar aktieägarnas förmögenhet, kombinera dessa med andra, orelaterade förslag som aktieägarna är positiva till. I mitten av 1980-talet föreslog, för att ta ett exempel, flera stora amerikanska bolag ändringar i bolagsordningen som skulle tillåta ett nytt aktieslag med ett högre röstvärde än vad redan existerande aktieslag hade. För att erhålla aktieägarnas samtycke annonserade före-

tagsledningen planer på stora kontantutbetalningar, antingen genom höjda utdelningar eller genom förvärv av egna aktier. Men dessa skulle äga rum endast om aktieägarna godkände det nya aktieslaget.⁴⁹

Insiders möjligheter att koppla ändringar i bolagsordningen till andra förslag tvingar aktieägarna att "ta det dåliga med det goda, vilket leder till att ändringar som reducerar förmögenheterna antas".⁵⁰ Därför är hotet om ändringar i bolagsordningen ett problem som förespråkare för dispositiva regler måste ta hänsyn till. Det finns tre lösningar på problemet med ändringar "på halva vägen". När dessa ingående har övervägts är det omöjligt att undvika slutsatsen att ändringar inte är ett så stort problem i ett system där dispositiva lagar dominerar.

För det första är det nödvändigt att inse att risken för ändringar i bolagsordningen inte i sig har med dispositiva regler att göra. Det är snarare fråga om ett generellt problem för varje bestämmelse i bolagsordningen som lätt kan ändras efter det att den blivit vederbörligen antagen. Om nya dispositiva regler antingen inte kan ändras eller kan ändras endast med stora svårigheter försvinner eller minskar problemet. Anledningen till att bolag inte gör det svårt eller omöjligt att i ett senare skede genomföra förändringar i sina bolagsordningar är att kostnaderna för detta är större än intäkterna. Kostnaderna yttrar sig genom att det blir svårt eller omöjligt för företagen att ändra sina interna regler för styrning och kontroll i syfte att anpassa dem till ändrade förhållanden. Denna brist på anpassningsförmåga är mycket skadlig för företag som måste verka i en dynamisk värld, som karakteriseras av ständiga förändringar. Fördelarna med så stela regler är däremot helt försumbara eftersom aktieägarna faktiskt redan från början är skyddade mot risken för senare kommande opportunistiska förändringar i bolagsordningen, i och med att marknadskrafterna justerar de priser de initialt betalar för aktierna, för att ta hänsyn till möjliga sådana förändringar.

Denna analys har särskild bäring när det gäller att vederlägga argumentet att rationellt okunniga aktieägare riskerar att bli exploaterade genom eventuella framtida ändringar i bolagsordningen. Aktieägarna kan undvika problemet med rationell okunnighet genom att helt enkelt beakta detta potentiella problem redan när de köper aktierna och insistera på bestämmelser som försvårar framtida ändringar.

Ett ytterligare problem med argumentet att rationellt okunniga aktieägare kommer att exploateras av företagsledningen, som försöker införa ändringar i bolagsordningen som skadar aktieägarnas intressen, är att det utan närmare förklaring utgår från att aktieägarna alltid kommer att rösta "ja" till ändringar som de inte vet något om, trots att sådana ändringar kan gå emot deras intressen. Detta är inte rimligt. Det är minst lika troligt att rationella aktieägare alltid röstar "nej" när sådana ändringar föreslås, om de verkligen är rationellt okunniga.⁵¹

Det är också lätt att överskatta kostnaderna för aktieägarna att värdera ändringar i bolagsordningen. Aktieägarna inser att ändringar som minskar sannolikheten för framtida övertagande av företaget kan sänka värdet på deras investering. Således krävs små om ens några resurser för att bilda sig åtminstone en ungefärlig uppfattning om konsekvenserna av denna typ av ändringsförslag. På liknande sätt kan institutionella placerare och sofistikerade investerare som regelbundet agerar på marknaden sprida kostnaderna för att analysera en enstaka föreslagen ändring över alla sina investeringar. Detta gör det mindre troligt att väldiversifierade aktieägare väljer att vara rationellt okunniga vad gäller något givet förslag att ändra en bolagsordning.

Ett andra skäl till varför problemet med ändringar i bolagsordningen inte motiverar ett rättssystem med tvingande regler, är att möjligheten av framtida ändringar i bolagsordningen blir värderad i vanlig ordning på samma sätt som bestämmelserna i företagets ursprungliga bo-

lagsordning. Följden blir att både emittenten och aktieköparna har starka incitament att försäkra sig om att för-mögenhetsreducerande ändringar vid senare tidpunkt inte sker. Om framtida ändringar bedöms vara ett problem, är lösningen således inte att förbjuda dispositiva regler genom att göra bolagslagen tvingande. Lösningen är snarare att förbättra de dispositiva reglernas funktionssätt genom att tillåta avtalsparterna att lämna trovärdiga utfästelser om att bolagsordningen inte kommer att ändras i framtiden.

För det tredje finns det i praktiken få om ens några tecken på att aktieägare faktiskt tvingats att acceptera en bestämmelse i bolagsordningen som varit mot deras intressen. Jeffrey N. Gordon har t.ex. hävdats att aktieägare som accepterar olika aktieslag vid nyemission har lockats göra detta med "godis", som ger dem högre utdelning i utbyte mot att de röstar för ändringen. Roberta Romano har emellertid påpekat att insiders i de bolag som planerade nyemissioner med två olika aktieslag redan hade effektiv kontroll, eftersom de i genomsnitt kontrollerade 40 procent av rösterna.⁵² Under dessa omständigheter var värdet av rösträtten för de externa aktieägarna marginellt och de högre utdelningarna, som erhöles för att avstå från en illusorisk rösträtt, "är en välfärdshöjande och inte i strategisk mening tvångsmässig åtgärd".⁵³

Av dessa skäl är det viktigt att inte överdriva frågan om huruvida en hopkoppling av olika förslag ökar företagsledningens möjligheter att genomdriva ändringar i bolagsordningen. Som Roberta Romano påpekat: "Företagsledningens förmåga att koppla samman för aktieägarna gynsamma förslag med opportunistiska är begränsad. Utan tvivel hjälper smart formulerade 'tillägg' företagsledningen. Men de flesta ändringsförslag utgör särskilda punkter på föredragningslistan och kräver separata omröstningar."⁵⁴ Beslutsfattare, som ser ett problem i att aktieägare kan tänkas bli tvingade att acceptera ändringar i bolagsordningen genom företagsledningens förmåga att koppla

ihop sina förslag, bör inte reagera genom att rekommendera tvingande regler. I stället bör de reagera genom att rekommendera lagregler som hindrar sådana hopkopplingar, genom att kräva att ändringar i bolagsordningen skall framläggas för aktieägarna på ett sådant sätt att de kan behandlas i separata omröstningar.

Argument för dispositiva regler

Som framgått av föregående avsnitt är inget av argumenten för tvingande regler övertygande. Lika viktigt är, som Roberta Romano framhållit, att inget av argumenten ger några kriterier för att avgöra vilken tvingande regel som bör antas.⁵⁵ I detta avsnitt analyseras kostnader och intäkter av att bygga upp en dispositiv bolagslagstiftning.

Det är emellertid viktigt att börja med ett varningsord. De som förespråkar ett system, där bolagslagstiftning och regler för bolagens styrning och kontroll är dispositiva, snarare än tvingande, intar ståndpunkten att regler för hur den verkställande ledningen skall styra företaget skall bygga på "den grundläggande principen" om frihet för privata avtal, snarare än på tvång genom av staten instiftade lagar.⁵⁶ De som vill ha ett system för bolagslagstiftning som bygger på dispositiva regler påstår emellertid inte att ett sådant system är perfekt. Den avgörande frågan är inte om systemet är perfekt, utan om det är bättre än det näst bästa alternativet.

Framför allt inser det dispositiva systemets förespråkare att det är dyrt att skriva avtal. Men det är inte ett argument mot dispositiva regler, det är ett argument för en bolagslagstiftning som förser parterna med färdiga standardkontrakt, som kan användas av de avtalsslutande parterna. En av rättssystemets uppgifter är att erbjuda standardformuleringar som minskar kostnaderna för kontraktsskrivning.

Också i detta sammanhang är det emellertid lätt att dra

förhastade slutsatser om att det bara är staten som kan klara av att formulera dessa regler. Privata institutioner är faktiskt en viktig källa till standardiserade lagregler och det särskilt på bolagsrättens område. Advokatfirmor, revisionsfirmor, institutionella placerare, aktiebörser, ratingföretag, emissionsinstitut och en mängd andra institutioner ger bidrag till standardiseringen.

1. Innovation och misstag

Argumentet för dispositiva snarare än för tvingande regler blir särskilt starkt om vi utgår från den grundläggande premissen att vi lever i en komplex, ständigt föränderlig värld där två antaganden helt klart är uppfyllda. Det första är att information ständigt produceras i utvecklade samhällen och det andra är att även människor med de bästa avsikter begår misstag.

I ljuset av dessa två grundläggande antaganden förefaller det klart att en fördel med dispositiva regler framför tvingande är att de tillåter bolag att ändra sina bolagsordningar för att anpassa dem till ändrade förhållanden och nya idéer. Innovationer bör helt klart uppmuntras. Innovationer är av flera skäl betydligt mer sannolika i ett rättssystem där bolagslagstiftningen är dispositiv än där den är tvingande. För det första är det helt enkelt mindre kostsamt för en bolagsstyrelse än för en lagstiftande församling att komma till beslut hur en viss regel skall se ut. Bolagsstyrelsen besitter mer kunskap om bolagets affärer och har också bättre tillgång till den information som krävs för ett korrekt beslut. Även med de bästa avsikter kan lagstiftarna bara tillfälligtvis ha tid och vilja att ägna uppmärksamhet åt ärenden på bolagsrättens område.

I Sverige antogs den senaste större revideringen av aktiebolagslagen 1975 och den trädde i kraft den 1 januari 1977. Visserligen har flera mindre revideringar skett, men det står klart att innovationerna vad gäller finansiering, styrning och kontroll sker i mycket snabbare takt än vad den svenska riksdagen utfärdar nya aktiebolagslagar.

I USA tvingar konkurrensen om inkomster från bolagsregistrering mellan olika delstater dessa att vara uppmärksamma på innovationer. Erfarenheterna visar att det föreligger en betydande positiv korrelation mellan en delstats beredskap att förnya sin bolagslagstiftning och den andel av de delstatliga inkomsterna som kommer från registreringsavgifter.⁵⁷ I USA tvingas med andra ord delstaterna till innovation, därför att annars flyttar de aktiebolag som är registrerade där till andra delstater med mera flexibel och lyhörd attityd, och då framför allt till Delaware. I USA kostar det relativt lite för ett bolag att välja en annan delstats mer flexibla system för bolagslagstiftning, eftersom det är bolagslagstiftningen i den delstat där bolaget är registrerat som gäller. Men detta gäller inte i Sverige och övriga europeiska länder (med undantag för Storbritannien och Nederländerna), där bolaget lyder under lagarna i det land där bolagets huvudkontor rent fysiskt är beläget.⁵⁸ Som Roberta Romano noterat:

Omregistrering av bolag är mycket, för att inte säga oöverstigligt, mycket dyrare med ett system, där detta kräver fysisk omlokalisering (ett företags huvudkontor måste flyttas för att omregistrering skall kunna ske) än där det bara är fråga om en juridisk formalitet. Den största kostnaden för ett sådant steg kanske inte är kostnaden för att anskaffa nya kontorslokaler, utan snarare kostnaden för att omlokalisera humankapital. Trots satsningar på politisk såväl som ekonomisk integration, är de sociala och kulturella skillnaderna mellan EG:s medlemsstater tydligt markerade och det är följaktligen osannolikt att toppchefer kommer att vara villiga att flytta eller pendla till ett annat land. Dessutom är omregistrering av bolag mycket dyrare än i USA, inte endast när krav ställs på fysisk omlokalisering utan även när det bara vore fråga om en juridisk formalitet, eftersom en flyttning av det registrerade huvudkontoret uppfattas som en likvidation och före-

taget beskattas för "dolda reserver" (dvs. ökade tillgångsvärden). Omregistrering av amerikanska bolag har inga skattekonsekvenser. Flyttning är därför tämligen svårt mellan europeiska länder och incitamenten att reagera på innovationer i bolagsrätten i syfte att öka antalet inhemska bolagsregistreringar är följaktligen svaga, om inte närapå obefintliga. Man bör kanske notera att kraven på fysisk omlokalisering vid omregistrering av bolag har sitt ursprung i försök att hindra konkurrens; på 1800-talet, när Storbritannien blev ett "europeiskt Delaware", förbjöds franska bolag att utnyttja engelsk lag genom att bestämmelserna om lokalisering av bolagets huvudkontor ändrades.⁵⁹

Att det vare sig i Sverige eller i Europa finns konkurrens mellan olika jurisdiktioner på detta område verkar således hämmande på innovationsverksamheten. Detta indikerar tydligt att fördelarna med dispositiva regler till och med är större i Europa än i USA.

Därtill kommer att styrelseledamöter har incitament att verka för innovativa, värdemaximerande lagregler, vilket inte lagstiftarna har. Genom att anta en ny användbar regel kan företagsledningen skaffa nytt kapital till lägre kostnad. Företagsledare som också äger aktier i det bolag de arbetar i har incitament att göra detta. Också företagsledare som är mer intresserade av imperiebyggnade än av att maximera bolagets värde, har incitament att sänka kostnaderna för att skaffa nytt kapital för att kunna finansiera sina expansionsplaner. En företagsledning kommer sålunda att vilja utveckla innovativa styr- och kontrollmekanismer, som gör att investerare kan förmås placera i företaget.

Några förhållandevis aktuella innovationer, som ger investerarna ökat skydd, utgör en god illustration till hur innovationer på rättsområdet kommer till stånd. I slutet av 1980-talet och i början av 1990-talet inträffade ett antal kontrollskiften i företagen. Framför allt handlade det

om lånefinansierade utköp ("leveraged buyouts"). Obligationsinnehavarna orsakades väsentliga förluster i några, om än inte alla, av dessa transaktioner.⁶⁰

Dessa förluster kan delvis hänföras till den s.k. hävstångseffekten, som innebär att aktieägare gynnas av ökad skuldsättning på långivares bekostnad, eftersom de får hög avkastning på sitt egna kapital även om bolaget bara går marginellt bättre än förväntat. Obligationsinnehavare, med sina fasta fordringar, drabbas däremot, eftersom den högre skuldsättningsgraden dramatiskt ökar sannolikheten för att bolaget skall gå i konkurs. Men eftersom obligationsinnehavarna inte gynnas om bolaget går bättre än väntat, kan en transaktion som ökar bolagets skuldsättning skada dem (och andra intressenter med fasta fordringar) och gynna aktieägarna. Helt i enlighet med detta resonemang visar empiriska studier att obligationspriserna sjunker väsentligt i samband med lånefinansierade företagsförvärv.⁶¹

I enlighet med hypotesen att kapitalmarknaderna kommer att erbjuda kontraktsmässiga lösningar vad gäller bolagens styrelseformer, har företagen börjat lösa problemen med förmögenhetsöverföringar från långgivare till aktieägare genom att införa skydd för långivarna med hjälp av speciella klausuler i obligationskontrakten. Dessa klausuler, s.k. "poison puts" i populär terminologi, ger långivarna rätt att antingen sälja tillbaka sina obligationer till bolaget till ett förutbestämt pris eller rätt till en automatisk höjning av räntan på obligationerna, om vissa specificerade händelser inträffar. Dessa klausuler bidrar inte bara till att sänka de skuldrelaterade agentkostnaderna, utan kan också höja bolagets totala värde genom att sänka lånekostnaderna.

"Poison puts" är ett exempel på en innovation som inte skulle varit möjlig om inte experimenterande var tillåtet. Det finns gott om ytterligare exempel. När den amerikanska bolagsrätten befann sig i sin första utvecklingsfas, tillämpade domstolarna en tvingande regel (den s.k. "vest-

ed rights"-regeln) som förbjöd bolagen att förändra aktieägarnas rättigheter efter det att aktierna emitterats. Regeln användes för att hindra bolagen från att emittera värdepapper med företrädesrätt antingen till utdelning eller i samband med likvidation. Den tillät också aktieägarna att konvertera sina aktier till ett nytt slag av preferensaktier med 7 procents utdelning mot erläggande av en fixerad avgift. Dessutom kunde utdelningarna sänkas för ett visst slag av preferensaktier.⁶² I decennier avlog domstolarna alla försök att ändra villkoren för ett värdepapper med hänvisning till denna regel, vanligtvis utan att undersöka om någon part kunde anses bli förfördelad.⁶³

Det är lätt att inse varför aktieägarna skulle vilja ändra sina egna lagstadgade rättigheter under vissa omständigheter. Alla innehavare av preferensaktier skulle t.ex. kunna enas om att acceptera lägre utdelning, om det är enda sättet att undvika konkurs. Detsamma gäller för ett företag nära insolvens, som är i desperat behov av nytt kapital. Ett sådant företag har inte stora möjligheter att anskaffa detta nya kapital, om det inte kan erbjuda de nya investerarna värdepapper med företrädesrätt. Alla aktieägare kan således ex ante enas om att erbjuda nya investerare företräde under vissa omständigheter. Men om ett föråldrat rättsbegrepp, som "vested rights"-doktrinen, ger en enda aktieägare möjlighet att ex post blockera bolagets försök att skaffa nytt kapital uppstår oundvikligen utpressningsproblem. Som John C. Coffee har påpekat:

Detta "vested rights"-koncept frös således i allt väsentligt bolagets grundläggande kapitalstruktur och nekadde bolaget friheten att emittera nya typer av värdepapper, som man inte fått bemyndigande för vid bolagets bildande. Med början i 1910-talet kom domstolarna emellertid att befria bolagsrätten från den tvångströja som "vested rights"-doktrinen innebar. Domstolsbeslut kom successivt att tillåta emission av nya typer av vär-

depapper som inte fanns omnämnda i den ursprungliga bolagsordningen.⁶⁴

Framväxten av de amerikanska s.k. "legal capital"-reglerna ger ännu en illustration till hur stelbenta tvingande lagar inte bara skadar bolagen genom att försvåra kapitalanskaffningen i svåra tider, utan också leder till ett strategiskt beteende från aktieägarnas sida. I årtionden var det i USA olagligt att sälja aktier under pari. Avsikten med denna tvingande regel var att skydda långivare och aktieägare genom att ge dem indikationer om det pris som tidigare investerare betalat. Med tiden stod det emellertid klart att de marginella vinster som aktieägarna eventuellt uppnådde med denna regel mer än väl uppvägdes av kostnaderna. Framför allt kunde bolagen inte emittera ytterligare aktier när marknadsvärdet sjönk under aktiernas nominella värde. Med tiden blev en regel som ursprungligen skapats för att skydda långivare och aktieägare, med John C. Coffees träffande formulering, "kontraproduktiv" och en "juridisk fälla för den obetänksamme".⁶⁵

När den tvingande regeln att aktier inte fick säljas under pari visade sig skada aktieägare och företag, började domstolarna manipulera lagen så att bolag och investerare skulle kunna kringgå den via tveksamma teknikaliteter. I fallet *Hardley v. Stutz*⁶⁶ tillät USA:s högsta domstol ett företag att erbjuda obligationer till ett nominellt värde av 45 000 dollar samt aktier till ett nominellt värde av 45 000 dollar till en investerare mot 45 000 dollar i kontant betalning till bolaget. I denna transaktion

emitterades aktierna under pari antagligen som en stimulans för att göra obligationsköpet mera attraktivt. Högsta domstolen skulle lätt ha kunnat kräva att man strikt följde den traditionella regeln som förbjöd utspädning av aktier. Ändå gjorde den inte det. I stället fokuserade den på transaktionens ekonomiska aspek-

ter och accepterade i allt väsentligt det faktum att om en akties marknadsvärde föll under pari, skulle bolaget inte ha möjlighet att emittera aktier.⁶⁷

En tid efter detta beslut i Högsta domstolen började delstaternas lagstiftande församlingar så sakteliga ändra sina regler så att aktier kunde emitteras under nominella värdet.

Detta är nu den dominerande regeln i USA. Tre lärdomar kan dras av detta exempel. Den första är att framväxten av kapitalmarknader och närvaron av alltmer sofistikerade investerare gjorde den gamla tvingande regeln, som förbjöd försäljning av aktier under nominella värdet, föråldrad och det faktum att det var omöjligt att ändra regeln innebar därmed betydande kostnader för bolag som var i behov av nytt kapital.

Den andra lärdomen är att rättssystem baserade på sedvanerätt ("common law") kan ändra tvingande regler relativt lätt genom domstolsutslag, som bidrar till att lindra de tvingande reglernas skadliga effekter. Rättssystem baserade på skriven lag, som inte främst utvecklas via en ständigt pågående domstolsprocess, utan genom sporadiskt förekommande revideringar av lagen, är ännu mindre flexibla. Argumentet att dispositiva regler i bolagslagstiftningen är att föredra framför tvingande regler är ännu starkare i ett rättssystem som bygger på skriven lag, därför att kostnaderna för att ändra ineffektiva, föråldrade lagregler är högre i ett sådant system än i ett system med sedvanerätt.

En sista lärdom från detta exempel hänger samman med det grundläggande faktum att rättsprocesser som *Hardley v. Stutz* fördes mot bolag som försökte skaffa kapital genom att sälja aktier. De tekniska juridiska restriktioner som tvingande regler, såsom t.ex. pariregeln, innebär gav opportunistiska aktieägare tillfälle att stämna bolaget i syfte att förorsaka det kostnader och sedan kräva särskild kompensation från bolaget för att lägga ned ta-

lan. Enligt grundläggande ekonomisk teori skadas existerande aktieägare inte av en nyemission, så länge de nya aktieägarna betalar marknadspris för de nya aktierna. Stämningen kan bara förklaras av att målsägaren agerar opportunistiskt och strategiskt. En övergång från ett system med tvingande regler till ett med dispositiva skulle minska inslagen av strategiskt agerande, genom att ersätta ett system i vilket en enda aktieägare kan blockera en god affär med ett system enligt vilket en majoritet av aktieägarna kan godkänna nödvändiga förändringar i bolagets regelstruktur.

2. Lagstiftarens dilemma

Den mest betydande fördelen med dispositiva regler är kanske den större flexibilitet de ger företagsledningen att hantera de komplexa beslut som den ställs inför. Ett särskilt besvärligt problem för lagstiftare som förespråkar ett system med tvingande regler i bolagsrätten är ett fenomen som jag kallat "Lagstiftarens dilemma".⁶⁸ Lagstiftarens dilemma är lätt att beskriva. Dilemmat ligger i att tvingande regler som lagstiftarna utarbetat på det bolagsrättsliga området inte gynnar alla aktieägarna i alla företag. I stället innebär dessa tvingande regler helt enkelt att aktieägarnas förmögenhet i vissa företag överförs till aktieägarna i andra företag. Anledningen till att lagstiftarens dilemma uppstår är att inget regelsystem på bolagsrättens område rimligtvis kan gynna alla aktieägare i alla bolag. Till följd härav kommer varje tvingande regel som utarbetas av lagstiftarna att gagna aktieägarna i de bolag som har nytta av regeln och skada aktieägarna i de bolag som inte har nytta av den.

Annorlunda uttryckt är det helt enkelt inte möjligt för lagstiftarna att gagna aktieägarna genom att skapa regler som framgångsrikt reglerar hela grupper av bolagstransaktioner. Anledningen till detta är att varje typ av regelsystem som företagets beslutsfattare får tillgång till, kan användas antingen för att skada aktieägarna eller för

att gagna dem. Tvingande regler är till sin natur kategoriska. Antingen tillåter de ett bolag att ägna sig åt en viss verksamhet eller också förbjuder de bolagen att göra detta.

De som förespråkar dispositiv lagstiftning räknar med att alla beslutsmöjligheter som en företagsledning har kan komma att utnyttjas till att såväl skada som att gagna aktieägarnas intressen. Detta gäller inte bara kontroversiella och relativt komplicerade innovationer som "poison pills" och "greenmail"-betalningar utan också sådana ärevärdiga, och som det verkar positiva, företeelser som successiva val av styrelseledamöter, utdelning till aktieägarna och nyemissioner.

Lagstiftarens dilemma kan kanske bäst illustreras med exempel från "takeover"-marknaden, där intressekonflikter mellan aktieägare och företagsledning är tydliga och väldokumenterade. Lagstiftarens dilemma uppstår därför att varje form av styrmedel som företagsledningen kan tänkas ta fram kan användas antingen för att maximera aktieägarnas förmögenhet eller för att stärka företagsledningens position. Dessutom är det, som de följande exemplen visar, omöjligt att gagna investerarna genom att utveckla kategoriska regler som förbjuder eller tillåter specifika åtgärder, därför att det är omöjligt att i förväg avgöra om en specifik åtgärd eller ett specifikt besluts-mönster i ett bolag kommer att gynna eller skada aktieägarna.

Till synes fördelaktiga regler kan vara skadliga. I varje delstat i USA har aktiebolagen laglig rätt att konstruera mandatperioderna för styrelseledamöterna så att endast hälften eller en tredjedel väljs vid den årliga bolagsstämman och de väljs på två- eller treåriga mandat snarare än på ettåriga. Att tillåta mandatperioder som innebär successiva val av styrelseledamöter kan ges flera motiveringar. Det innebär ett skydd mot plötsliga byten av bolagets verkställande ledning. Det borgar för kontinuitet inom

styrelsen och bidrar dessutom till att stimulera styrelseledamöterna till att noga sätta sig in i företagets verksamhet, i och med att de vet att de inte riskerar att plötsligt bli utbytt. Inte ens de mest övertygade förespråkarna för tvingande regler på det bolagsrättsliga området är för ett förbud mot successivt löpande mandatperioder för styrelseledamöterna.

Trots de potentiella fördelarna med mandatperioder konstruerade på detta sätt kan företagsledningen utnyttja systemet och försvåra genomförandet av oönskade förvärvsförsök.⁶⁹ Därtill kommer att successivt löpande mandatperioder för bolagets styrelseledamöter minskar betydelsen av kumulativ röstning, i och med att antalet styrelseledamöter som utses vid respektive val minskas.⁷⁰

Poängen här är naturligtvis inte att påstå att successivt löpande mandatperioder för styrelseledamöter alltid är bra eller alltid är dåligt. Poängen är precis den motsatta. Ett företag skulle kunna utnyttja detta system så att aktieägarnas förmögenhet ökar genom att kvaliteten på företagets skötsel förbättras, medan ett annat företag skulle kunna utnyttja samma system till att minska aktieägarnas förmögenhet genom att försvåra för externa aktörer att ta över.

I likhet med vad som påpekats ovan kan beslut av ett bolag att emittera nya aktier gynna investerarna under vissa omständigheter och missgynna dem under andra. När nya aktier emitteras för att skaffa nödvändigt kapital för att finansiera projekt med positivt nuvärde gynnas alla investerare. Ibland kan nya aktier säljas endast om det emitterande bolaget antingen ändrar på de nuvarande aktieägarnas rättigheter eller ger de nya aktierna företrädesrätt framför de utestående aktierna. När nya aktier emitteras för att gynna en grupp investerare framför en annan, antingen genom att späda ut värdet på en grupps investeringar eller genom att ge vissa investerare företräde framför andra vid konkurs, kan dock emission av nya aktier ibland skada bolaget snarare än gynna det. Som

man kunde se i USA i början av 1900-talet, när "vested rights"-doktrinen hindrade företagen från att emittera värdepapper med företrädesrätt, skadar tvingande regler oundvikligen aktieägarna genom att kapitalstrukturen fryses i tider av ekonomiska påfrestningar, just då behovet av flexibilitet är som störst.

Bolagens utdelningspolitik är ett annat exempel på hur en till synes positivt verkande bolagspraxis i slutändan får negativa konsekvenser för aktieägarna. En grundregel i teorin för bolagsfinansiering är att ändringar i ett bolags kapitalstruktur kan påverka förmögenhetsfördelningen mellan bolagets olika intressenter, trots att bolagets kapitalstruktur inte påverkar kapitalkostnaderna. Om ett bolag t.ex. ursprungligen finansierats med 50 procent eget kapital och 50 procent skulder och sedan gör en oförutsedd ändring i sin kapitalstruktur, som leder till att bolaget endast har 10 procent eget kapital och 90 procent skulder, innebär ändringen en omfördelning av förmögenhet från långivarna till aktieägarna. Genom att höja utdelningen kan bolagets styrelse överföra förmögenhet från långivare till aktieägare i och med att bolagets kapitalstruktur ändras. Å andra sidan kan styrelsen också överföra förmögenhet i den motsatta riktningen, dvs. från aktieägare till långivare genom att inte ge några utdelningar. Som Frank H. Easterbrook framhållit i en viktig artikel om bolags utdelningspolitik:

Antag att ett företag har ett ursprungligt kapitalvärde på 100 dollar, av vilket 50 dollar är skulder och 50 dollar är eget kapital. Det investerar 100 dollar i ett projekt. Företaget går bra och vinsterna ökar dess tillgångar till 200 dollar. Långivarna har nu betydligt större säkerheter än de ursprungligen hade och följaktligen betalar aktieägarna en ränta till långivarna som inte är motiverad under aktuella förhållande. De kan korrigera situationen genom att betala en utdelning på 50 dollar och samtidigt ta nya lån på 50 dollar. Företagets ka-

pitalvärde fortsätter att vara 200 dollar, men relationen mellan skulder och eget kapital har återställts och räntan på den ursprungliga skulden svarar återigen mot långivarnas risk.⁷¹

Beroende på vilka förväntningar investerarna har kan således en förmögenhetsöverföring ske från långivarna till aktieägarna genom utdelningar, medan ett utdelningsstopp och en finansiering av projekt med egna vinstmedel kan överföra förmögenhet från aktieägarna till långivarna. Det finns inget sätt på vilket lagstiftning kan lägga restriktioner på utdelningspolitiken i syfte att hindra sådana förmögenhetsöverföringar, därför att det är omöjligt att avgöra huruvida ett visst utdelningsbeslut görs för att omfördela förmögenhet eller för att återställa en tidigare existerande kapitalstruktur. Dessutom visar diskussionen att lika väl som beslutet att *betala* utdelningar kan resultera i en förmögenhetsöverföring kan ett beslut att *inte* betala utdelning leda till en sådan.

Till synes skadliga regler kan vara fördelaktiga. Dessa tre exempel visar att till synes fördelaktiga regler i bolagslagstiftningen – successivt löpande mandatperioder för styrelseledamöter, emission av värdepapper med företrädesrätt och utdelningspolitik – ger upphov till policyproblem som helt enkelt inte kan lösas med tvingande lagstiftning. Varje försök att utarbeta tvingande regler på dessa områden kommer att missgynna aktieägarna genom att hindra företagen i vilka de har investerat från att vidta samhällsekonomiskt önskvärda, värdemaximerande åtgärder eller genom att hindra utvecklingen av positivt fungerande metoder för företagsledning.

Men precis som till synes fördelaktig bolagspraxis och bolagspolitik kan utnyttjas för tveksamma syften, kan även till synes skadliga aktiviteter från bolagets sida, som att betala "greenmail" eller genomdriva s.k. "poison pills", i själva verket gynna stora grupper aktieägare. Både "poi-

son pills” och ”greenmail” har starkt kritiserats för att vara osunda mekanismer genom vilka den sittande företagsledningen i publika bolag kan missbruka bolagets regelstruktur i syfte att försvåra för externa budgivare att ta över kontrollen.

”Poison pills” kan anta en mängd olika former. I allmänhet ger de existerande aktieägare vissa rättigheter, som 1. endast kan utnyttjas under vissa, väldefinierade förutsättningar, som t.ex. då ett annat bolag förvärvar en betydande andel av aktierna i bolaget, 2. kan återkallas av bolaget till ett nominellt värde när styrelsen så beslutar och 3. verkar diskriminerande i den meningen att de rättigheter som tilldelats genom en ”poison pill” inte gäller vissa kategorier av aktieägare som t.ex. köpare av stora block.

Diskussionen här kommer att fokusera på den s.k. ”flip-in pill”, som ger alla aktier av samma slag, utom de som budgivaren innehar, rätt att köpa aktier till kraftigt rabatterat pris om vissa villkor uppfylls, som t.ex. att ett enda stort aktieblock förvärvas. Kritiken mot ”poison pills” grundar sig på att de utgör ett synnerligen effektivt medel mot externa budgivares försök att ta kontroll över företaget. Å andra sidan är ”poison pills” också ett synnerligen effektivt sätt att maximera aktieägarnas förmögenhet, genom att förhindra att budgivare förvärvar kontrollen alltför billigt.

Antag t.ex. att ett bolags aktier handlas till 50 dollar per aktie. Antag vidare att företagsledningen förhandlar med en fusionspartner som är beredd att betala 80 dollar för de utestående aktierna. Ett ”poison pill” kan utnyttjas för att förhindra att en extern budgivare får kontroll över bolaget för 60 dollar under tiden förhandlingarna pågår. På samma sätt ger ”poison pills” det stora publika bolaget ett mycket effektivt medel att hindra budgivare från att exploatera de svårigheter att åstadkomma samordnade aktioner som är typiska för aktieägare i sådana bolag. Detta kan bäst illustreras med ett exempel.

Antag att ett bolag har 100 aktier utestående och att marknadspriset för dessa aktier är 50 dollar. Antag vidare att en extern budgivare skaffar sig effektiv kontroll över bolaget genom att förvärva 51 aktier. Om budgivaren kan köpa 51 aktier till en obetydlig överkurs, låt säga 55 dollar per aktie, och använder sin kontrollposition för egna egoistiska syften, kan budgivaren tjäna på att uppnå kontroll, även om detta gör att bolagets totala värde sjunker.

Det faktum att ett bolags aktier kan tänkas förvärfvas successivt av en extern budgivare ställer aktieägarna i målföretaget inför ytterligare ett kollektivt beslutsproblem som "poison pills" kan rätta till. När ett köpande företag fått kontroll över målföretaget kan det få till stånd en fusion mellan sig själv (eller ett helägt dotterföretag) och målföretaget. Denna fusion eliminerar de kvarvarande aktieägarnas kapital i det överlevande bolaget. Studier har visat att tvåstegsbud, där ett första bud senare följs av ett fusionserbjudande, ersätter "allt eller intet"-bud som den vanligaste formen av bud när storleken på målföretagen ökar.⁷² Trots att budgivarna knappast annonserar det andra steget, när det första budet läggs, följs 72 procent av alla framgångsrika bud av ett fusionserbjudande inom fem år.

Tvästegsbud används av externa budgivare av flera skäl. Det mest uppenbara skälet är att de kostar mindre än bud som kräver att budgivarna köper samtliga aktier i målföretaget. De är också mindre riskfyllda därför att de tillåter externa budgivare att förvärva kontrollen och sedan bedöma hur bra de klarar att sköta målföretaget, innan de satsar de ytterligare resurser som krävs för att få full kontroll.

En viktig strategisk fördel för externa budgivare är att aktieägarna i målföretaget försätts i en fångens dilemma-situation, som får dem att sälja sina aktier. Fångens dilemma är helt enkelt den term som används av spelteoretiker för att beskriva en situation där individernas – i det här fallet aktieägarnas – oförmåga att koordinera sitt

agerande leder till suboptimala beslut, sett utifrån de beslutsfattande individernas synpunkt. Detta fångens dilemma ger den ursprungliga budgivaren en viktig strategisk fördel, som kan göra det möjligt för honom att få kontroll över målföretaget till ett lägre pris. För att illustrera det koordinationsproblem, som aktieägarna i målföretaget står inför, antar vi att ett fientligt bud läggs till ett lågt pris som aktieägarna i målföretaget generellt anser vara otillräckligt.

Antag ett kontantbud på 40 dollar per aktie för hälften av de utestående aktierna i ett målföretag där kursen före budet var 30 dollar.⁷³ Antag vidare att priset på målföretagets aktier, om budet misslyckas, förväntas stiga till 37 dollar till följd av den nya information om målföretagets värde som kommit fram genom budet. Låt oss slutligen anta att budgivaren har tillkännagivit att transaktionen kommer att få formen av ett typiskt tvåstegsbud, där budgivaren kommer att betala kontant för de första 50 procenten av aktierna som säljs till budpriset och sedan överta övriga utbudna aktier eller genomföra en fusion mot vederlag i form av skuldebrev i det köpande företaget motsvarande 30 dollar per aktie i målföretaget. Om accepttiden är så kort som normalt är fallet och aktieägarna i målföretaget är många och vitt spridda, är det omöjligt för dem att kommunicera med varandra för att gemensamt fatta beslut om vad som är det bästa handlingsalternativet. Om de kunde nå fram till ett sådant beslut skulle de enas om att avstå från budet. Det vore fördelaktigare att behålla aktierna i målföretaget, nu värda 37 dollar, än att sälja 50 procent eller mer av aktierna, i vilket fall aktieägarna endast skulle erhålla ett genomsnittligt pris på 35 dollar.

Det dilemma som uppstår i denna situation är uppenbart. Antag som en illustration att målföretaget har 101 aktier utestående och att budgivaren redan äger en aktie. De återstående 100 aktierna är främst fördelade på två aktieägare, A och B, som inte kan kommunicera med var-

andra. Från A:s synpunkt innebär beslutet att inte sälja en av två saker. Antingen kommer han att behålla 50 aktier, värda 37 dollar vardera om B också beslutar att inte sälja, eller också behåller han 50 aktier som senare kommer att övertas för 30 dollar per aktie i den följande fusionen, om B beslutar att sälja till det ursprungliga budet på 40 dollar. Genom att inte sälja kan A således få högst 37 dollar för sina aktier och som sämst kan han få 30 dollar per aktie. Resultatet är beroende av vad B gör.

Om A i stället väljer att sälja sina aktier, får han 40 dollar per aktie om B inte säljer, men bara 35 dollar om B också säljer.⁷⁴ Detta är fångens dilemma, eftersom A bara kan säkra sig emot det sämsta möjliga utfallet och hålla dörren öppen för det bästa utfallet genom att sälja sina aktier till ursprungsbudet 40 dollar per aktie. B ställs naturligtvis inför samma val och deras olika beslut kommer att leda till ett nettoresultat på 35 dollar per aktie för båda, vilket är sämre än de 37 dollar som de hade kunnat få om de kunnat koordinera sitt agerande.

Fördelen med "poison pills" är att de kan utnyttjas till att höja det pris som en budgivare måste betala för att få kontroll över målföretaget, så att därigenom aktieägarna i målföretaget undviker fångens dilemma. För att återvända till exemplet ovan, kan målföretagets styrelse insistera på ett pris som ligger över 37 dollar per aktie i utbyte mot inlösen av utestående "poison pills". "Poison pills" utgör sålunda "ett tydligt exempel på hur nya kontraktsklausuler, beroende på hur de används, antingen kan bidra till att maximera aktieägarnas förmögenhet eller till att stärka den sittande företagsledningens position".⁷⁵

Lagstiftare som försöker förbjuda "poison pills" kan således gynna de aktieägare som haft turen att få ursprungliga bud som låg över 37 dollar, men det skulle ske på bekostnad av andra aktieägare, som skulle utsättas för externa budgivares exploatering. Dessutom är "poison pills" inte bara användbara i samband med tvåstegsbud. "Poison pills" ökar aktieägarnas förmögenhet närhelst de an-

vänds för att ge företagsledningen tillräcklig tid efter ett första bud för att skapa en auktionsmarknad för bolaget. Bud av typen "allt eller intet" är normalt villkorade av att en viss given andel av utestående aktier erhålles inom en viss tid. Detta minskar sannolikheten för att nya budgivare bjuder över det ursprungliga budet. Under sådana omständigheter är "poison pills" ett värdefullt medel för att åstadkomma ett behövt uppskov, för att se om det kommer bättre bud senare.

Analysen ovan är inte bara tillämplig på "poison pills", utan på alla typer av försvarsåtgärder. Alla dessa åtgärder har fördelen att de lindrar det fångens dilemma-problem som aktieägarna i målföretaget konfronteras med och höjer därmed det totala pris som en framgångsrik budgivare måste betala för aktierna i målföretaget. Naturligtvis kan försvarsåtgärder inte vidtas utan kostnader. Framför allt finns nästan alltid risken att hotet om försvarsåtgärder höjer kostnaderna för ett externt förvärv så mycket att inga bud på företaget någonsin läggs. Ett viktigt undantag från denna generella regel är betalning av "greenmail", kanske den försvarsåtgärd som kritiserats mest.

"Greenmail" är det vardagliga uttrycket för förhandlade, riktade förvärv av egna aktier, till ett pris över marknadsvärdet. Betalning av en klumpsumma till ett bolag eller en individ i utbyte mot ett löfte att inte fullfölja ett bud på företagens aktier, och detta även när inga aktieköp gjorts, kallas också "greenmail".⁷⁶ "Greenmail" har kallats allt från "utpressning" till "skamligt" och "orättvist, ojust och felaktigt".⁷⁷

Det finns emellertid en viktig distinktion mellan "greenmail" och andra försvarsåtgärder. I motsats till andra försvarsåtgärder, som ökar budgivarens kostnader och minskar sannolikheten för nya bud, sänker "greenmail" i själva verket budgivarens kostnader av två viktiga, men ofta förbisedda skäl. För det första erhåller externa budgivare "greenmail"-betalningar omedelbart, till

skillnad från förmögenhetsöverföringar i samband med andra försvarsåtgärder såsom "poison pills". Således utgör "greenmail"-betalningar en källa till ytterligare vinst för en budgivare, snarare än en källa till potentiella förluster. För det andra kan en budgivare själv besluta om han skall acceptera en "greenmail"-betalning och kan således avböja om den inte ger tillräcklig kompensation.

"Greenmail" är, sett ur aktieägarnas i målföretaget synvinkel, alltså annorlunda än alla övriga försvarsåtgärder i och med att den inte medför någon risk för att budgivarna skall tycka att kostnaderna för ett övertagande är för höga och helt enkelt aldrig lämnar något bud. Dessutom påverkar möjligheterna till "greenmail" bolagen positivt genom att utomståendes övervakning av potentiella målföretag ökar.

Betalning av "greenmail" gör det möjligt för aktieägarna att både "äta kakan och ha den kvar", när det föreligger ett realistiskt hot om ett företagsövertagande. "Greenmail" gör det möjligt för företaget att bli av med oönskade friare, utan att avskräcka dem från att producera information om målföretaget. Och till skillnad från andra försvarsåtgärder (såsom "shark repellent" och "poison pills") avskräcker inte "greenmail" andra budgivare från att ge bud, utan det uppmuntrar snarare dem. Att kunna betala "greenmail" ökar således sannolikheten för att försök att ta över företaget skall ske, medan andra försvarsåtgärder minskar den.⁷⁸

Avslutande kommentarer. Denna diskussion om "greenmail" antyder att det finns en annan aspekt på lagstiftarens dilemma som ytterligare indikerar att dispositiva lagar är att föredra framför tvingande. Den första aspekten på lagstiftarens dilemma som ger stöd åt ett system med dispositiva lagar ligger i det faktum att varje kontraktsklausul eller styr- och kontrollregel i bolagsvärlden kan användas antingen för att maximera aktieägarnas förmö-

genhet eller för att överföra förmögenhet från aktieägarna till andra grupper. Som en konsekvens av detta är det helt enkelt inte möjligt ens för den mest välvillige och välmenande centralplanerare att konstruera tvingande regler som gynnar alla aktieägare. Endast ett system med dispositiva regler, som tillåter företagen att anpassa sina interna regler för att tillgodose sina investerares specifika behov, kan tjäna sitt syfte som offentligt regelsystem.

Den analys av "greenmail" som gjorts här har ytterligare konsekvenser för analysen av lagstiftningen. Den antyder för det första att stränga regler kan vara mindre ändamålsenliga även inom enstaka aktiebolag. Det kan ligga i aktieägarnas intresse att "greenmail" betalas ut för att mota bort en extern budgivare, men inte en annan. Det är viktigt med flexibilitet. För det andra har det mänskliga förståndet sina begränsningar, och bolagspraxis som lagstiftarna kan tycka går emot aktieägarnas intressen kanske i själva verket gynnar dem. Med tanke på den grundsyn som presenteras i denna studie, bör det understrykas att syftet med diskussionen inte är att hävda att bolagslagstiftningen bör understödja betalning av "greenmail". Syftet har endast varit att visa att "greenmail" inte bör förbjudas. En del bolag kanske vill ändra sina bolagsordningar för att förbjuda "greenmail". Andra kommer att välja att tillåta att "greenmail" betalas ut.

Ett rättssystem med tvingande regler som skall gälla alla bolag och i alla situationer kan inte medge sådan flexibilitet. Även om standardkontrakt således tjänar ett värdefullt syfte genom att sänka transaktionskostnaderna måste bolagen, för att kunna maximera aktieägarnas förmögenhet, tillåtas ändra reglerna i standardkontraktet i syfte att möta sina investerares speciella behov.

3. Den ekonomiska analysen av regleringar

Diskussionen om de relativa fördelarna med tvingande respektive dispositiva regler har hittills förutsatt att lagstiftarna har tillgång till samma typ av regler och har

samma typ av incitament som aktieägarna och övriga investerare. Men detta är inte fallet. Den ekonomiska analysen av regleringar har visat att politiker hellre tenderar att fatta politiskt motiverade än ekonomiskt motiverade beslut:

Den ekonomiska analysen av regleringar kan appliceras på den lagstiftningsprocess genom vilken lagregler som styr bolagens verksamhet tillkommer. Aktieägarna är en svåridentifierbar och dåligt organiserad påtryckningsgrupp. Företagsledningen är däremot koncentrerad och välorganiserad och kommer därför sannolikt att avgå med seger vid en maktstrid. En rimlig prognos är därför, vilket också faktiska observationer visar, att aktieägarna inte kan förlita sig på att lagstiftaren skall göra vad som är bäst för dem. Den ymniga förekomsten av regler syftande till att motverka företagsövertaganden visar t.ex. hur lagen – genom att använda tvingande regler som aktieägarna inte kan avtala bort – kan utnyttjas för att gynna företagsledningen (och de anställda) på aktieägarnas bekostnad.⁷⁹

Det omfattande teoretiska och empiriska stödet för den ekonomiska analysen av regleringar utgör ett viktigt problem för dem som kritiserar tanken på en bolagsrätt baserad på dispositiva regler. Företagsledare, styrelseledamöter och kontrollaktieägare är föremål för ett antal marknadsrestriktioner, som begränsar deras möjligheter att handla i eget syfte. Bara av den anledningen är det önskvärt att tillåta privata initiativ. Även om företagsledare och styrelseledamöter sällan äger kontrollposter i det bolag de arbetar i, har de ofta en betydande del av sin personliga förmögenhet investerad i bolaget.⁸⁰ Dessutom kan inkomsterna de erhåller från bolaget ses som en slags livränta. Denna livränta utgör i stort sett alltid deras största enskilda inkomstkälla. Det finns således ingen anledning att tro att politiker och byråkrater skulle vara mer välvil-

liga, osjälviska och opartiska än de företagsledare, styrelseledamöter och kontrollaktieägare, vars makt skulle bli kringskuren i ett rättssystem baserat på tvingande regler. Av dessa skäl är det inte förvånande att en så erfaren observatör av bolags agerande som Melvin Eisenberg noterat att "företagsledningens avsikter oftast är i överensstämmelse med aktieägarnas intressen".⁸¹

Därtill kommer att företagsledare, styrelseledamöter och kontrollaktieägare oundvikligen har bättre information om bolaget än politiker och byråkrater. De är experter och har specifika kunskaper om de särskilda behov och de olika förhållanden som påverkar deras bolag. Även de mest välvilliga politiker eller byråkrater saknar detta slags expertkunskap och information.

Det faktum att den ekonomiska analysen av regleringar tycks ha ett sådant förklaringsvärde, gör att man måste kräva av dem som förordar tvingande regler att de inte endast kan finna luckor i den dispositiva ansatsen, utan också kan visa att de regler som ingår i ett tvingande system utgör ett överlägset alternativ.

För att uttrycka saken annorlunda kan varken de som förordar bolagsrätt baserad på frivilliga avtal eller de som förordar tvingande regler visa att deras ansats löser alla de problem som möter investerare och företagsledningar i publika bolag.

Här kan man verkligen fråga sig varför aktieägarna är mer framgångsrika inom företaget än i lagstiftningssammanhang, när det gäller att skydda sina egna intressen och investeringar. Erfarenheterna från den aktuella vågen i USA av delstatlig lagstiftning mot företagsövertaganden tyder på att företagsledare anser att lobbyverksamhet i kongressen är ett säkrare och billigare sätt att skaffa sig skydd än att lita till aktieägarnas röster.⁸² En anledning härtill är att de negativa effekterna på aktieägarnas förmögenhet som blir resultatet av införande av regler som går emot aktieägarnas intressen omedelbart blir synliga när beslut om dessa regler fattas på företags-

nivå. Men när beslut om sådana regler fattas på delstatlig eller federal nivå är förmögenhetseffekterna i enskilda bolag mycket svårare att urskilja.

Ett annat skäl för att aktieägarna har bättre förutsättningar att skydda sina intressen på bolagsnivå än på lagstiftningsnivå är att de "free rider"-problem som hindrar aktieägarna från att bilda en effektiv politisk koalition på nationell nivå är betydligt mindre på bolagsnivå. Enligt den ekonomiska analysen av regleringar kommer lagar troligen att gynna ett fåtal på de mångas bekostnad därför att ingen har incitament att genomdriva lagar som gynnar folk generellt. Detta är det klassiska "free rider"-problemet, som utgör ett oundvikligt problem i all lagstiftning för det allmänna bästa i en representativ demokrati. Eftersom de positiva effekterna av sådan lagstiftning sprids över hela befolkningen, saknar de enskilda individerna tillräckliga incitament att verka för lagstiftning, eftersom hela kostnaden för denna verksamhet måste bäras av upphovsmännen själva. Det är högst osannolikt att någon enskild person finner det vara till hans fördel att själv skjuta till de nödvändiga resurserna för att åstadkomma en lagstiftning som ligger i alla aktieägares intresse i alla bolag. Satsningen kommer att innefatta inhämtande av den information som krävs för att utröna vad som ligger i alla aktieägares intresse i alla bolag, såväl som införskaffande av de resurser som krävs för att sprida denna information på ett begripligt sätt bland politiker och lagstiftare på nationell nivå. Eftersom alla vinster från sådana satsningar tillfaller alla aktieägare i samhället, gynnas de som inte givit några bidrag alls lika mycket som de som gjort stora insatser. Det lönar sig alltså för varje enskild individ att inte göra någonting och hoppas på att andra kommer att göra de nödvändiga insatserna. Detta är kvintessensen i "free rider"-problemet.

Medlemmar i små grupper kan komma undan "free rider"-problemet lättare än medlemmar i stora grupper. När gruppen blir mindre kan de enskilda individerna för

det första få en större del av de vinster som kommer av marginella förbättringar i ledningsstrukturen. Richard Posner har dessutom påpekat att ”ju färre de som kan tänkas gynnas av en reglering är, desto lättare går det att samordna dessas ansträngningar att åstadkomma regleringen”.⁸³

Vad den ekonomiska analysen av regleringar tillför diskussionen om tvingande respektive dispositiv lagstiftning är att, allt annat lika, beslutsrätten i bolagen bör delegeras till den beslutsfattare vars incitament mest överensstämmer med aktieägarnas och övriga investerares intressen. Även om företagsledningens incitament kan skilja sig från investerarnas, så ligger deras intressen nära varandra i en rad frågor. Och olika krafter verkar för att ytterligare föra dessa intressen närmare varandra. Dessa marknadskrafter inkluderar konkurrens på kapitalmarknaderna, konkurrens på interna och externa arbetsmarknader för företagsledare, konkurrens på produktmarknader och anställningskontrakt med bonusbestämmer och tantiem för företagsledare.

4. Empiriska erfarenheter

När allt kommer omkring är det bästa sättet att utvärdera den relativa önskvärdheten av en dispositiv bolagsrätt, i motsats till en tvingande, att se på de empiriska erfarenheterna. Eftersom inget av alternativen är perfekt, kan, i frånvaro av empiriska belägg, teoretiskt grundade påståenden om ett systems överlägsenhet alltid göras. USA utgör ett värdefullt naturligt laboratorium för sådana tester, eftersom bolagsrätten vanligen är en fråga för delstaternas lagstiftare och det finns ett stort antal olika lagar i de femtio delstaterna.

Vad som är mest slående i den juridisktionella konkurrensen om bolagsregistrering i USA är att ”inom den federala strukturen har en delstat, Delaware, som är en liten stat i alla avseenden – befolkning, yta, industri och jordbruk – helt dominerat över alla andra”.⁸⁴ Sedan början av

1920-talet har Delaware i alla avseenden framstått som vinnare i konkurrensen mellan olika jurisdiktioner på bolagsrättens område. Nära hälften av de största industriföretagen i USA är registrerade i Delaware, liksom cirka 40 procent av de bolag som är noterade på organiserade aktiebörser i USA.⁸⁵

Flera aspekter på Delawares dominans, vad gäller denna jurisdiktionella konkurrens i USA, är relevanta för denna diskussion. För det första bör noteras att Delaware är den delstat som har den mest flexibla och anpassningsbara bolagslagstiftningen. Delaware har nästan uteslutande dispositiva regler och tillåter t.ex. att bolagsordningen innehåller ett förbehåll: "eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director for any breach of the director's duty of loyalty to the corporation or its shareholders". (Del. Gen. Corp. Law Section 102(b)(7)) På liknande sätt: "Delaware corporations have the power to issue shares of stock without par value for such consideration as is determined from time to time by the board of directors." (Del. Gen. Corp. Law Section 153(a)) Och slutligen kan de generella restriktionerna beträffande närståendetransaktioner för styrelseledamöter upphävas med aktieägarnas godkännanden (Del. Gen. Corp. Law Section 203(a)).

Delaware-lagarnas stora flexibilitet måste tolkas i ljuset av resultaten från empiriska studier av effekterna på aktieägarnas förmögenhet av att bolag omregistrerar sig från andra stater till Delaware. Dessa studier visar entydigt att aktieägarna gynnas när företaget omregistrerar sig dit. Dessa empiriska studier, som genomförts över en tidsrymd av flera år av ett antal finansiella ekonomer, använder en väl etablerad ekonometrisk teknik, s.k. residualanalys ("event study"), för att mäta effekten av specifika oväntade händelser på ett företags aktiekurs.⁸⁶ När

företagen tillkännager att de avser att flytta till Delaware går aktiekurserna upp.

Delaware är inte bara den delstat som har den mest flexibla bolagslagstiftningen, utan också den delstat vars bolagslagstiftning är mest anpassningsbar till nya innovationer.⁸⁷ Studier har visat att Delaware ofta skapar nya regler på bolagsrättens område som en reaktion på förändrade förhållanden. Också när en ny regel införs i andra delstater är Delaware först med att ta över regeln. Detta ger ytterligare stöd åt tesen att den bästa aktiebolagslagen är den som är flexibel och öppen för förändringar. Det är ingen tvekan om att dispositiva regler är mer flexibla och mer anpassningsbara än tvingande.

Genom att undersöka vad bolag faktiskt gör när tillämpliga regler tillåter flexibilitet erhålls ytterligare empiriskt stöd för dispositiv lagstiftning. Som nämnts har t.ex. bolagens "greenmail"-betalningar kritiserats i vida kretsar för att skada aktieägarna. I USA har de som är för en tvingande bolagslagstiftning rekommenderat att "greenmail"-betalningar omedelbart förbjuds.

Fyra större ekonometriska studier av "greenmail"-betalningars effekter på aktieägarnas förmögenhet har kommit fram till intressanta resultat. Dessa studier analyserar hela "greenmail"-processen för att bestämma den totala effekten på aktieägarnas förmögenhet från den tidpunkt då "greenmail"-mottagaren gör sina första aktieköp i målföretaget till dess "greenmail"-betalningen faktiskt äger rum.⁸⁸

I tre av studierna konstateras att den totala effekten på aktieägarnas förmögenhet är statistiskt signifikant och positiv. När en "greenmail"-mottagare gör sina första aktieköp i målföretaget påverkas aktiekurserna starkt positivt. Senare, när "greenmail"-betalningen sker, uppkommer en mindre, negativ effekt på aktiekurserna. Nettoeffekten av hela "greenmail"-processen är således i genomsnitt positiv. I enlighet med teorin att "greenmail"-betalningar kan uppmuntra presumtiva budgivare att

lämna bud, måste de negativa effekterna på aktiekursen vid tidpunkten för "greenmail"-betalningen jämföras med de positiva effekterna vid de första aktieköpen. Som författarna till en studie sammanfattar: "Det är slående att den *totala* avkastningen för målföretagets aktieägare är positiv, när slutresultatet av en investering är ett stilleståndsavtal ("standstill agreement") med målföretaget, även om effekten på kursen är negativ vid avtalets tillkännagivande."⁸⁹

Den enda studien av "greenmail"-processen som kommit fram till att "greenmail" skadar aktieägarna är Gregg A. Jarrells och Michael Ryngaerts. Deras undersökning lider av metodfel på ett sätt som de andra tre inte gör. I enlighet med övriga studier finner de att "greenmail"-mottagarens initiala köp resulterade i att kursen på målföretagets aktier ökade med 9,7 procent. Och i likhet med övriga studier kommer de fram till att kursnedgången för målföretagets aktier på 5,2 procent, när "greenmail"-betalningen faktiskt skedde, var mindre än den ursprungliga uppgången. Men till skillnad från de övriga studierna hävdar Jarrell och Ryngaert att "greenmail" påverkar de återköpande företagen negativt på grund av händelser under "interimsperioden", dvs. från det ursprungliga köpet till "greenmail"-betalningen.⁹⁰ Interimsperiodens längd i Jarrells och Ryngaerts undersökning var i genomsnitt 280 börsdagar – klart mer än ett år. Att utsträcka tidsperioden för en undersökning så långt medför allvarliga metodproblem. Framför allt förefaller det klart att undersökningens resultat stördes av andra händelser som var helt orelaterade till det ursprungliga köpet och själva "greenmail"-betalningarna. Det beror på att den snedvridning av de empiriska resultaten som orsakas av slumpfel ökar med längden på den period som ses som en given händelse.

Den slutsats som dominerar "greenmail"-studierna och den slutsats som de mer tillförlitliga studierna ger är att förlusterna till följd av "greenmail"-betalningar är mindre

än vinsterna från "greenmail"-mottagarnas initiala aktieköp. Även om vi *bortser från* den positiva effekten på aktiekursen av "greenmail"-mottagarens initiala aktieköp, så hade "greenmail"-betalningen i sig en *positiv* effekt på aktieägarnas förmögenhet i 44 procent av de undersökta fallen. Ett förbud mot "greenmail"-betalning skulle alltså resultera i en minskning av aktieägarnas förmögenhet i många företag, kanske till och med i de allra flesta.

För vår diskussion är den avgörande punkten att de empiriska undersökningarna bara redovisar *genomsnitt*. "Greenmail" gynnade aktieägarna i vissa bolag och skadade dem i andra. Det är helt enkelt inte möjligt för lagstiftare och reglerare att avgöra vilka bolag som skulle vinna på att betala "greenmail" och vilka som skulle förlora. För varje målföretag kan det dessutom tänkas vara vettigt att betala "greenmail" under vissa omständigheter och att avstå från att göra det under andra. Endast en dispositiv lagstiftning tillåter denna flexibilitet. I enlighet med denna teori är det intressant att notera att många företag i sina bolagsordningar infört förbud för ledning och styrelse att betala "greenmail", medan andra företag fortsätter att tillåta det. Detta är ett exempel på hur en dispositiv lagstiftning fungerar i praktiken.

5. Ansvarstalan

Aktieägarnas rätt att föra ansvarstalan spelar en viktig roll i den amerikanska bolagsrätten. Denna rätt grundar sig på ansvarsregler som ger aktieägare möjlighet att hävda vissa rättigheter och ger en grund för talan mot bolaget, samt dess ledning och styrelse. Framför allt hålls bolagsledning och styrelse personligt ansvariga för försummelser och för att ha skaffat sig otillbörliga fördelar. I teorin åberopas dessa regler i USA när bolagsorganen, som t.ex. styrelsen och större aktieägare, inte kommer överens i frågor rörande misskötsel av bolaget.⁹¹

De empiriska belägg som föreligger visar emellertid klart att det amerikanska systemet med rätt för aktieägaren att föra ansvarstalan är ett ineffektivt system för styrning och kontroll som väsentligt höjer kostnaderna för de amerikanska företagens kapitalanskaffning. För det första anses processen allmänt vara

en högst ofullkomlig metod att utvärdera ett bolags affärsbeslut. De omständigheter som gäller i samband med ett bolagsbeslut är inte lätta att rekonstruera i en domstol åratals senare, eftersom affärsrättsliga krav ofta tvingar till snabba beslut som med nödvändighet baseras på ofullständig information. Entreprenörens funktion är att ta risker och hantera osäkerhet och ett beslut som var genomtänkt vid den tidpunkt det fattades kan uppfattas som en vild gissning när det åratals senare synas med tillgång till fullständig information.⁹²

Ett andra skäl till att betrakta systemet med ansvarstalan med skepsis är att den starka spridningen av aktieägandet i publika företag minskar incitamenten för enskilda aktieägare att betala de höga kostnaderna som det för med sig att föra talan mot styrelseledamöterna i de bolag där de äger aktier. Vanligtvis är kostnaderna för en process mycket högre än någon enskild aktieägares privata andel av intäkterna. I USA har följden av denna svårighet blivit att rättsreglerna tillåter grupptalan och derivativ talan mot styrelseledamöter. I dessa processer ersätts aktieägare av advokater som reella kärende i talan.

Tyvärr skapar försöken att lösa problemet med aktieägarnas svårigheter att agera kollektivt ofta ännu större problem. En anledning till detta är att kostsamma processer mot styrelseledamöter förs inte därför att det skulle gynna företaget utan snarare på grund av de höga advokatarvodena i samband med förlikningsförhandlingarna. Bolag går med på förlikning, även i fall där det egentligen inte vore motiverat, när kostnaderna för att driva processen vidare är högre än förlikningskostnaderna. Rationella aktieägare kommer därför ofta till slutsatsen att man kan tjäna pengar på att dra sig ur en dyrbar process, i stället för att låta den ha sin gång.

Det amerikanska rättssystemet erbjuder ett exempel på ett juridiskt system, som bidrar till att kapitalkostnaderna ökar mer än nödvändigt och som därmed verkar hämmande på den ekonomiska tillväxten.⁹³ Framför allt är det ineffektivt att utnyttja derivativ talan och grupptalan för att markera företagsledningens eller bolagets skyldigheter. I derivativa processer är individuella aktieägare kärenden och för talan för bolagets räkning mot ledning och styrelse. Vid grupptalan för kärenden talan för en grupp aktieägare. I båda fallen gäller att dessa

kärende emellertid i allmänhet är bifigurer, eftersom incitamentet att väcka sådan talan är jakten efter advokatarvoden.

Det kommer alltfler tecken som tyder på att, med nuvarande processordning, derivativ talan eller grupptalan medför väsentligt sänkt avkastning för investerare i amerikanska företag. För det första har ett antal forskares studier över åren visat att det stora flertalet av sådan talan görs av okynne. Eftersom försvar måste föras även i sådana mål måste investerarna bära kostnader, utan några motsvarande intäkter annat än hoppet om avskräckning. . . . En studie av nyemissioner i en bransch . . . fann att, när skador över en viss nivå kunde hävdas och det förekom finansiellt solida svarande, baserades grupptalan på anklagelser om oriktig framställning eller ofullständig informationsgivning vid *varje* tillfälle som värdet av de nyemitterade aktierna inom femton månader efter emissionen låg under emissionskursen. Eftersom några nyemitterade aktier med nödvändighet kommer att säljas till kurser som ligger under emissionskursen, även efter den mest noggranna och omfattande informationsgivning, var sannolikt motiven till talan åtminstone i några fall, andra än de angivna.⁹⁴

Ett annat exempel på hur dispositiva lagar fungerar har att göra med beslutet, som fattats av många delstaters lagstiftande församlingar, inklusive Delawares, att tillåta bolagsstyrelser att friskriva styrelseledamöter från personligt ansvar för brott mot lojalitetsplikten. Motiven, för att göra ansvarsreglerna dispositiva i stället för tvingande, har att göra med det faktum att rättsligt ansvar kan tänkas utkrävas av företagsledare och styrelseledamöter medför kostnader såväl som intäkter för aktieägarna. Ansvarsskyldigheten gynnar aktieägarna i den utsträckning hotet om ansvarstalan får företagsledare och styrelseledamöter att arbeta hårdare för att maximera aktieägarnas förmögenhet. Men ansvarsskyldigheten medför kostnader för aktieägarna av flera skäl. För det första kan hotet om ansvarstalan göra ledning och styrelse alltför ovil-

liga att ta risker. Denna ovilja att ta risker kan avhålla bolag från att göra lönsamma investeringar därför att företagsledarna och styrelseledamöterna är rädda för att bli personligen ansvariga om investeringen misslyckas. Som Ralph K. Winter påpekat:

[Eftersom] potentiella vinster ofta svarar mot den potentiella risken, ligger det i hög grad i aktieägarnas intresse att lagen inte skapar incitament till överdrivet försiktiga beslut i bolaget. En del tillfällen erbjuder stora vinster till risken av mycket betydande förluster, medan alternativet erbjuder mindre förlustrisker, men också mindre vinstpotential. Aktieägarna kan minska sin riskexponering genom diversifiering. I fallet med väldiversifierade aktieägare kan det till synes mest riskfyllda alternativet mycket väl vara det bästa valet, eftersom stora förluster i samband med några aktier kommer att kompenseras av ännu större vinster i samband med andra.⁹⁵

En annan kostnad förknippad med obegränsat personligt ansvar för företagsledare och styrelseledamöter för misskötsel är att det åsamkar företaget onödiga administrationskostnader. Dessa administrationskostnader uppstår därför att företagsledare och styrelseledamöter, i syfte att undvika att bli stämnda av aktieägarna, kommer att försöka gardera sig genom att anlita advokater och annan expertis varje gång viktiga beslut skall fattas i bolaget, för att kunna visa upp papper som rättfärdigar deras beslut.

Det tycks således framgå med all önskvärd tydlighet att kostnaderna för att konstruera ett ansvarssystem, på basis av mönster från USA, för att kontrollera bolagen till stor del uppväger intäkterna. Rationella aktieägare kommer att välja att avstå från sin rätt att föra talan mot styrelseledamöter för försumlighet på grund av de kostnader som förorsakas av imperfektionerna i det system för ansvarsprocesser i vilket dessa rättigheter måste hävdas.

6. *Lagstadgade alternativ*

Den föregående diskussionen har givit en översikt av de nya perspektiv som öppnas med en ekonomisk syn på aktiebolagsrätten. Huvudpunkten i diskussionen har varit att visa att investerare, kapitalmarknader och samhället som helhet gynnas av att lagstiftarna gör bolagslagstiftningen dispositiv. Med ett dispositivt system kan aktiebolagsformen fortsätta att spela sin traditionella roll som ett synnerligen kraftfullt instrument för finansiering av komplexa kapitalintensiva affärsprojekt i utvecklade samhällen med en någorlunda jämn förmögenhetsfördelning. Ett dispositivt system tillhandahåller en användbar uppsättning regler som kan utnyttjas av deltagare i bolagsprojekt och som kan spara kontraktskostnader. Eftersom "förändring är det enda bestående i affärsvärlden" har ett dispositivt system definitiva fördelar framför stelbenta, tvingande regler. Det gäller i synnerhet i länder med skriven rätt, där lagändringar är mindre vanligt förekommande än i länder med sedvanerätt, där förändringar i rättssystemet inträffar med varje nytt domstolsutslag.

Det följande avsnittet kommer att relatera de teorier och empiriska belägg som presenterats i den föregående diskussionen till ett antal frågor av speciellt intresse för den pågående diskussionen om reformeringen av den svenska aktiebolagslagen.

Kapitalbehov, konkurs och det egna kapitalets roll

Den kanske viktigaste enskilda skillnaden mellan den svenska och den amerikanska aktiebolagsrätten rör bestämmelserna om bolags likvidation. I Sverige måste ett bolag som saknar erforderligt eget kapital ta initiativet till likvidation:

Det åligger styrelsen att ofördröjligen upprätta och låta revisorerna granska en särskild balansräkning så snart det finns skäl att anta att bolagets eget kapital understiger hälften av det registrerade aktiekapitalet . . . Visar balansräkningen att bolagets eget kapital understiger hälften av det registrerade aktiekapitalet, skall styrelsen snarast möjligt till bolagsstämma hänskjuta fråga om bolaget skall träda i likvidation. Godkänns ej på bolagsstämma inom åtta månader efter hänskjutandet en av revisorerna granskad balansräkning avseende ställningen vid tiden för stämman som utvisar att det egna kapitalet uppgår till det registrerade aktiekapitalet, skall styrelsen, om ej bolagsstämman beslutar att bolaget skall träda i likvidation, hos rätten ansöka att bolaget försätts i likvidation (13 kap. 2 § ABL).

Amerikanska aktiebolag är däremot inte tvingade att träda i likvidation om deras egna kapital sjunker under en viss nivå.

Grunden för kravet på bolag att träda i likvidation om det egna kapitalet minskar är den intressekonflikt som finns mellan aktieägare och långgivare. Denna intressekonflikt yttrar sig främst på två sätt. För det första ligger det i aktieägarnas intresse att under vissa omständigheter betala ut bolagets tillgångar till sig själva i form av löner och utdelningar, även om dessa utbetalningar leder till att bolaget hotas av insolvens. Detta blir särskilt akut

när bolaget har ekonomiska problem och aktieägarna blir mer intresserade av kortsiktiga vinster, eftersom bolagets framtidsutsikter på längre sikt verkar dystra.

För det andra har aktieägarna ett kortsiktigt intresse av att investera bolagets tillgångar i projekt som är mer riskfyllda än vad långivarna anser lämpligt. Det är ju så att ett av den finansiella teorins grundläggande bidrag har varit att formalisera den intressekonflikt som finns mellan långivarna och aktieägarna i det moderna bolaget. Vid alla investeringsbeslut gäller att varje strategi som ökar tillgångsvärdena, kommer att överföra förmögenhet från dem som har fasta fordringar, dvs. långivarna, till dem som har rätt till överskottet, dvs. aktieägarna. Aktieägare som kontrollerar bolagets beslutsprocess genom sin rösträtt kan berika sig på bekostnad av långivarna, genom att skifta över tillgångar till riskfyllda investeringar.

Den svenska aktiebolagslagens krav på att företaget skall träda i likvidation om det egna kapitalet understiger hälften av det registrerade aktiekapitalet är avsett att skydda långgivare och har sin grund i intressekonflikten mellan aktieägare och långgivare. Men bestämmelserna medför såväl kostnader som intäkter, eftersom långivarna kan föredra att bolag med för lågt eget kapital inte träder i likvidation. Antag t.ex. att ett bolag är underkapitaliserat i den meningen att det egna kapitalet understiger hälften av aktiekapitalet. Om bolaget träder i likvidation kanske långivarna förlorar mer än de skulle göra om bolaget fortsatte som förut. Därför kan kravet i den svenska aktiebolagslagen att bolagen skall träda i likvidation skada långivarna likaväl som aktieägarna, när likvidationsprocessen stör bolagets verksamhet och hindrar det från att försöka lösa sina problem på ett effektivt och tillfredsställande sätt.

Dessutom behandlar bestämmelserna om tvångslikvidation styrelseledamöterna rätt bryskt. Styrelseledamöter, som underlåter att ansöka hos rätten om att bolaget försätts i likvidation när det egna kapitalet understiger

halva det registrerade aktiekapitalet, svarar solidariskt för bolagets uppkommande förbindelser (13 kap. 2 § 4 st. ABL). Det enda undantaget i denna ganska drakoniska ansvarsbestämmelse är när styrelseledamot handlat med vederbörlig omsorg, dvs. på ett icke försumligt sätt. Men det åvilar styrelseledamoten att bevisa att underlåtenheten att vidta erforderliga åtgärder inte berodde på försumlighet från hans sida.

Kravet på tvångslikvidation lägger en mycket tung börda på styrelseledamöterna, som kanske endast träffas en gång per kvartal eller en gång per månad, eftersom de behöver en fortlöpande, detaljerad analys av bolagets finansiella läge. Med andra ord medför bestämmelserna om tvångslikvidation, för att de skall vara meningsfulla, höga administrationskostnader. Det är inte klart att fördelarna med reglerna uppväger kostnaderna. Ett annat problem som sammanhänger med det tunga ansvar som lagts på styrelseledamöterna vid en tvångslikvidation är att dessa blir överdrivet obenägna att ta risker. Denna obenägenhet att ta risker skadar samhället genom att riskfyllda projekt undviks, även om deras nuvärde är positivt.

Dessutom är det möjligt att vissa företag, särskilt de som har stabila intäkter och låg belåning, inte utgör någon finansiell risk för långivarna om deras egna kapital understiger hälften av deras registrerade aktiekapital, medan andra bolag kan innebära hög risk för sina långivare om deras egna kapital minskar endast obetydligt. Av dessa skäl förefaller det stå klart att bestämmelserna om tvångslikvidation bör göras dispositiva i stället för tvingande. Företag som väljer att inte stadga om tvångslikvidation i sin bolagsordning kan erbjuda långivarna skydd genom att ge ut konvertibler i stället för vanliga aktier, eller genom att införa hårda restriktioner vad gäller utdelningar och löneutbetalningar, eller helt enkelt genom att betala högre ränta till långivarna i den mån dessa anser att deras investeringar utsätts för högre risk genom att kravet på tvångslikvidation är borttaget.

Liknande analyser kan göras av andra aspekter av bolagslagstiftningen som rör bolagets kapitalstruktur. Bolagsrätten i både Sverige och USA innehåller t.ex. föreskrifter om bolags lägsta tillåtna aktiekapital. I båda länderna är kraven på minimikapital mycket låga. I vissa delstater i USA kan minimikapitalet understiga 1 000 dollar. I Sverige är lägsta belopp 50 000 kronor (1 kap. 1 § ABL).

Allmänt sett ligger det en hel del ekonomiskt förnuft i låga krav på minimikapital och det ligger i linje med den syn på bolagslagstiftning som förordar flexibilitet och dispositiva regler framför tvingande. Liksom när det gäller tvångslikvidation är administrationskostnaderna höga när man skall besluta vilken kapitaliseringsnivå som är lämplig för ett visst bolag. Denna kostnad har av tradition undvikits av lagstiftarna genom att kravet på minimikapital har varit lika för alla aktiebolag. Detta är emellertid inte förnuftigt om man betänker att olika bolag har olika risktagande. Vissa bolag borde förmodligen ha ett högt obligatoriskt aktiekapital, medan andra bara behöver ett lågt aktiekapital eller inget alls.

Det finns andra problem som sammanhänger med kraven på minimikapital.⁹⁶ Som Frank H. Easterbrook och Daniel R. Fischel har påpekat kan nya bolagsbildningar hindras och existerande företag sätta monopolpriser, om kraven på aktiekapital sätts för högt.⁹⁷ Dessutom bygger premissen, att kraven på minimikapital skyddar långivarna, på det felaktiga antagandet att de pengar som betalas in som aktiekapital hålls som någon slags säkerhet för långivarna. Men det är inte fallet. De pengar som betalats in i bolaget som aktiekapital av aktieägarna används till att finansiera (riskfyllda) projekt och att köpa tillgångar vilkas värde fluktuerar över tiden. Tanken att det kapital som aktieägarna betalade in för årtal sedan fortfarande är tillgängligt för att möta långivarnas krav är rent fiktiv. Implikationerna av denna insikt är uppenbara. Om kraven på ett högt minimikapital innebär höga

kostnader för bolagen och aktieägarna och hindrar kapitalbildning, samtidigt som de endast ger ett illusoriskt skydd för långivarna, bör man förmodligen slopa dem.

Detta argument mot höga tvingande krav på minimikapital förstärks avsevärt om man betänker att kontraktsprocessen ger långivarna möjligheter att själva skydda sig mot förluster orsakade av underkapitalisering i företagen. Som framhållits kan långivare begära att bolag betalar utdelning endast under vissa omständigheter. Långivarna kan också begära vetorätt mot nya investeringar, om de bedömer att företagsledningen tar för stora risker. De kan förhandla om optionsklausuler som ger dem rätt att tvinga bolaget att lösa in deras placeringar till ett tidigare överenskommet pris under vissa specificerade omständigheter. Alla dessa former av skydd ersätter kraven på minimikapital, och alla används ofta i affärssammanhang.

Likhetsprincipen

En viktig fråga i bolagslagstiftningen är i vilken utsträckning bolag kan vara skyldiga att agera efter den s.k. likhetsprincipen. Motiven bakom denna princip är lätta att inse. Eftersom aktieägarna alla betalat samma pris för sina aktier, förväntar de sig med rätta att bli behandlade på samma sätt i bolagets alla transaktioner och anser att det skulle vara "orättvist" med ett annorlunda agerande. Flera bestämmelser i den svenska aktiebolagslagen ger vid handen att likhetsprincipen omfattas av svensk lag. 3 kap. 1 § ABL stadgar att: "Alla aktier har samma rätt i bolaget, om ej annat följer av denna paragraf." 9 kap. 16 § ABL stadgar: "Bolagsstämman får ej fatta beslut, som är ägnat att bereda otillbörlig fördel åt aktieägare eller annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare." Slutligen stadgar 8 kap. 13 § ABL:

Styrelsen eller annan ställföreträdare för bolaget får ej företaga rättshandling eller annan åtgärd som är ägnad att bereda otillbörlig fördel åt aktieägare eller annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare.

Ställföreträdare får ej efterkomma föreskrift av bolagsstämman eller annat bolagsorgan, om föreskriften icke är gällande därför att den står i strid mot denna lag eller bolagsordningen.

Problemet är att den enkla och tydliga principen om maximering av aktieägarnas vinst offras för den oklara och vaga likhetsprincipen. En central konsekvens av den kontraktuella synen på bolagsrätten är att aktieägarna *ex ante* föredrar lagregler som maximerar deras förmögenhet. *Ex ante*, innan "greenmail"-mottagarens köp, för att ta ett exempel, ligger det i aktieägarnas intresse att tillåta "greenmail", därför att chansen att få en sådan utbetalad ger incitament till den ursprungliga budgivaren att göra den stora investering i sökkostnader som krävs för att upptäcka att målföretagets aktier är undervärderade. *Ex post*, efter det att "greenmail"-mottagaren har gjort sitt köp, har enskilda aktieägare emellertid incitament att handla strategiskt och opportunistiskt genom att kräva att de skall få lika mycket som "greenmail"-mottagaren. Blotta tanken att aktieägarna skulle kunna tänkas ägna sig åt sådant opportunistiskt beteende med hänvisning till likhetsprincipen missgynnar alla aktieägare, eftersom det kan avhålla externa budgivare från att gå in på marknaden.

Easterbrook och Fischel klargör hur de ekonomiska effekterna av likhetsprincipen kan förstås endast om åtskillnad görs mellan regler som maximerar aktieägarens förmögenhet *ex ante* och regler som gynnar vissa investerare *ex post*.⁹⁸ Easterbrook och Fischel ger ett hypotetiskt exempel där en investerare har att välja mellan tre olika investeringar. Bolag 1 erbjuder en total avkastning på 100 dollar och likhetsprincipen skall gälla vid utbetalningen

av denna avkastning. Om det finns tio aktieägare i bolag 1 är den förväntade avkastningen alltså 10 dollar per aktieägare.

Bolag 2 erbjuder 150 dollar i total avkastning, men med varierande utbetalningar i strid mot likhetsprincipen. Om det finns tio aktieägare i bolag 2 kommer fem aktieägare att erhålla 10 dollar och fem aktieägare att erhålla 20 dollar. Avkastningen för varje aktieägare *ex post* kommer att vara antingen 10 dollar eller 20 dollar, beroende på vissa slumpmässiga händelser. *Ex ante*, innan investeringen görs, har en investerare 50 procents chans att få 10 dollar och 50 procents chans att få 20 dollar. Det är självklart att rationella investerare hellre investerar i bolag 2 än i bolag 1. Det sämsta möjliga utfallet är att de erhåller 10 dollar, vilket är lika mycket som de skulle fått om de investerat i bolag 1. Men det finns 50 procents chans att de erhåller 20 dollar. Därför är den förväntade avkastningen *ex ante* på en investering i bolag 2 lika med 15 dollar.⁹⁹

Bolag 3, slutligen, erbjuder möjligheter till en avkastning på 200 dollar, men denna vinst skall delas mellan endast fem av bolagets tio aktieägare. Fem aktieägare erhåller således inte någonting. Genom att investera i bolag 3 har en investerare 50 procents chans att erhålla 40 dollar. Det motsvarar en avkastning på 20 dollar *ex ante*.¹⁰⁰

Därför kommer investerarna att föredra bolag 3, som ger en förväntad avkastning på 20 dollar, framför bolag 2, med en förväntad avkastning på 15 dollar, eller bolag 1, med en förväntad avkastning på 10 dollar.

Eftersom rationella aktieägare kommer att ge sin styrelse i uppdrag att maximera avkastningen bör styrelseledamöterna välja projektet med den högsta avkastningen och acceptera dess fördelningsregler.¹⁰¹ Om det, som i fallet med "greenmail", är nödvändigt med olika fördelning för att höja avkastningen, är det styrelsens plikt gentemot aktieägarna att tillåta olika rätt. Om investerarna rationellt inser att olika rätt är nödvändigt för att maximera den totala avkastningen, bör de dessutom förutse *ex ante*,

dvs. innan de gör sina investeringar, att olika rätt kommer att förekomma. Om de förutser att olika rätt kan förekomma i senare skeden, är det "orättvist" mot de investerare som annars skulle fått de högre utbetalningarna att hänvisa till likhetsprincipen.

Även om det ibland framförs avvikande meningar överensstämmer den amerikanska bolagsrätten i det stora hela med ovanstående analys. Akademiska kommentatorer har sålunda t.ex. hävdad att kontrollaktieägare som säljer sina aktier mot en premie över den noterade kursen borde dela denna premie med minoritetsaktieägarna. Det beror på att en premie innebär en ojämn fördelning och därför är ett exempel på olika rätt för minoritetsaktieägare.¹⁰² Men dessa påpekanden har lämnats utan avseende av domstolarna. Som argumenten för likhetsprincipen antyder skulle en bestämmelse om fördelning av en premie vid försäljning av kontrollposter helt enkelt förhindra att aktier övertas av den som värderar dem högre. Detta skulle vara till nackdel för alla aktieägare, inklusive minoriteten, eftersom försäljning av kontrollposter vanligtvis leder till inflöde av nytt kapital, nya investeringar och ny ledningskompetens i företaget, vilket gynnar alla aktieägare genom att agentkostnaderna minskar och vinsterna ökar.¹⁰³

Företrädesrätt

Företrädesrätt ger existerande aktieägare rätt att teckna nya aktier vid varje nyemission i proportion till deras tidigare andel av totala antalet utestående aktier. I USA kan bolagen "välja bort" företrädesrätten i så gott som alla delstater. Till exempel stadgar Model Business Corporation Act, Section 6.30(a) att "[t]he shareholders of a corporation do not have a preemptive right to acquire the corporation's unissued shares except to the extent the articles of incorporation so provide".

Delawares General Corporation Law Section 102(b) (3) tillåter bolag som så önskar att intaga i bolagsordningen "[s]uch provisions as may be desired granting to the holders of any class or series of a class thereof, the preemptive right to subscribe to any or all additional issues of stock of the corporation of any or all classes or series thereof, or to any securities of the corporation convertible into such stock". Samma bestämmelser gör det emellertid klart att "[n]o stockholder shall have any preemptive right to subscribe to an additional issue of stock or to any security convertible into such stock, unless and except to the extent that, such right is expressly granted to him in the certificate of incorporation".

Också i Kalifornien, som anses ha en av de mest rigida och minst dispositiva bolagslagstiftningarna i USA, stadgas i Corporate Code Section 1106 att "[u]nless the articles provide otherwise, the board of directors may issue shares, option rights, or securities having conversion or option rights, without first offering them to shareholders of any class".

Vad det gäller företrädesrätt har man följaktligen konstaterat att bolagsrätten helt klart fungerar som ett standardkontrakt, där aktieägarna har rätt att "välja bort" företrädesrätten, om de så önskar.¹⁰⁴

Historiskt har företrädesrätten ansetts vara en så grundläggande rättighet vid aktieäggande att denna rätt antogs existera även om bolagsordningen inte innehöll bestämmelser härom.¹⁰⁵ Ursprungligen ansågs företrädesrätt vara nödvändig för att ge existerande aktieägare möjlighet att skydda sina ekonomiska intressen och bevaka sitt röstmässiga inflytande. Men med tiden har man insett att kostnaderna för företrädesrätten överstiger intäkterna. Kostnader uppstår av flera skäl.

För det första, för aktieägare i publika företag medför företrädesrätt transaktionskostnader för företag som söker nytt kapital, utan att ge några motsvarande intäkter. I bolag vilkas aktier är börsnoterade utövar minoritets-

aktieägarna i vilket fall som helst ingen effektiv kontroll genom sin rösträtt, varför företrädesrätten är ointressant. Och marknadskrafterna ger redan existerande aktieägare mycket bättre skydd mot utspädning än vad företrädesrätten ger. Ett enkelt exempel illustrerar varför det är så. Antag att ett bolag säljer 100 aktier för 100 dollar per aktie. Tiden går, företaget blomstrar och aktierna blir värda 125 dollar. Om bolaget emitterar fler aktier är det inte till nackdel för de ursprungliga aktieägarna så länge de nya aktierna säljs till en kurs på 125 dollar eller mer.¹⁰⁶ Med andra ord kan aktieägarna aldrig lida skada, om de nya aktierna är korrekt prissatta, dvs. till ett pris som motsvarar nuvärdet av framtida vinster med marknadens avkastningskrav som diskonteringsränta.

Rationella aktieägare kanske inte vill ha företrädesrätt, eftersom existensen av denna rätt kan försämra bolagens möjligheter att sälja aktier på kapitalmarknaden. Vanligtvis säljer bolag aktier via emissionsinstitut, som köper aktierna från bolaget till ett rabatterat pris och sedan säljer dem vidare till allmänheten. Om aktieägarna i det emitterande företaget har företrädesrätt, är emissionsinstitutets åtaganden beroende av om aktieägarna utövar sin rätt.

Ytterligare ett problem som sammanhänger med företrädesrätten är att den möjliggör för aktieägarna att agera strategiskt. Ibland kräver t.ex. innehavare av stamaktier att deras företrädesrätt skall berättiga dem att köpa preferensaktier när sådana emitteras. Men presumtiva externa köpare av preferensaktier kanske endast är villiga att köpa aktierna om köpet ger dem ett kontrollerande inflytande i bolaget. Detta gäller framför allt när det före emissionen förekommit meningsskiljaktigheter bland kontrollaktieägare eller inom styrelsen. Av dessa skäl har existerande aktieägare kunnat utnyttja sin företrädesrätt för att få ut pengar från bolag, som vid finansiellt trångmål försöker ge ut preferensaktier för att få nytt friskt kapital. Samma problem uppkommer när bolag helt

enkelt försöker sälja en kontrollpost till en utomstående köpare. Företrädesrätt kan göra sådana försäljningar svåra eller till och med omöjliga.

Många, om än på intet sätt alla, av dessa problem kan hanteras effektivt genom de detaljerade bestämmelser om företrädesrätt som återfinns i Model Business Corporation Act:

Section 6.30(b) A statement included in the article of incorporation that "the corporation elects to have preemptive rights" (or words of similar import) means that the following principles apply except to the extent the articles of incorporation expressly provide otherwise:

(1) The shareholders of the corporation have a preemptive right, granted on uniform terms and conditions prescribed by the board of directors to provide a fair and reasonable opportunity to exercise the right, to acquire proportional amounts of the corporation's unissued shares upon the decision of the board of directors to issue them.

(2) A shareholder may waive his preemptive right. A waiver evidenced by a writing is irrevocable even though it is not supported by consideration.

(3) There is no preemptive right with respect to:

(i) shares issued as compensation to directors, officers, agents or employees of the corporation, its subsidiaries or affiliates;

(ii) shares issued to satisfy conversion or option rights created to provide compensation to directors, officers, agents, or employees of the corporation, its subsidiaries or affiliates;

(iii) shares authorized in articles of incorporation that are issued within six months from the effective date of incorporation;

(iv) shares sold otherwise than for money.

(4) Holders of shares of any class without general voting rights but with preferential rights to distributions

or assets have no preemptive rights with respect to shares of any class.

(5) Holders of shares of any class with general voting rights but without preferential rights to distributions or assets have no preemptive rights with respect to shares of any class with preferential rights to distributions or assets unless the shares with preferential rights are convertible into or carry a right to subscribe for or acquire shares without preferential rights.

(6) Shares subject to preferential rights that are not acquired by shareholders may be issued to any person for a period of one year after being offered to shareholders at a consideration set for the exercise of preemptive rights. An offer at a lower consideration or after the expiration of one year is subject to shareholders' preemptive rights.

(c) For purposes of this section, "shares" includes a security convertible into or carrying a right to subscribe for or acquire shares.

Även den svenska lagen förefaller i allmänhet vara dispositiv. Om nyemission stadgas:

Vid nyemission där de nya aktierna skall betalas med pengar (kontantemission) och vid fondemission har aktieägarna företrädesrätt till de nya aktierna i förhållande till det antal aktier de förut äger, om ej annat föreskrivits i bolagsordningen enligt 3 kap. 1 § andra stycket 3 eller, vid kontantemission, antingen bestäms i emissionsbeslutet eller följer av villkor som enligt 5 kap. 4 § första stycket 8 meddelats vid emission av skuldebrev (4 kap. 2 § ABL).

Förvärv av egna aktier och inlösen av aktier

Den kanske största skillnaden mellan svensk och amerikansk bolagslagstiftning rör bestämmelserna om förvärv av egna aktier. I den svenska aktiebolagslagen föreskrivs att: "Aktiebolag får ej förvärva eller såsom pant mottaga egen aktie" (7 kap. 1§ ABL). Alla de femtio amerikanska delstaterna tillåter explicit förvärv av egna aktier. Model Business Corporation Act, Section 6.31(a) föreskriver t.ex. att "[a] corporation may acquire its own shares and shares so acquired constitute authorized but unissued shares". Utöver förvärv av egna aktier tillåter den amerikanska lagen också *inlösen* av aktier, varvid företaget kan tvinga aktieägarna att sälja sina aktier enligt avtal eller enligt regler i bolagsordningen. Svensk lag tillåter också inlösen av aktier, men bara vid samtidig nedsättning av aktiekapitalet.

Det måste från början påpekas att förvärv av egna aktier i praktiken är ekvivalent med utbetalning av utdelning. Den ekonomiska ekvivalensen mellan utdelningar och förvärv av egna aktier kan illustreras med hjälp av följande exempel.¹⁰⁷ Antag ett företag med 1 000 stamaktier och inga skulder eller eget kapital i övrigt. Den förväntade vinsten är 12 000 dollar per år och diskonteringsräntan är 12 procent. Totala värdet av alla aktier är 100 000 dollar.¹⁰⁸ Om årets resultat blir som väntat finns 12 000 dollar i vinst kontant tillgängligt och detta belopp kan investeras till 12 procent. Om vinsten behålls i företaget och investeras blir varje aktie värd 112 dollar.¹⁰⁹

Antag nu att företaget i stället för att behålla vinsten på 12 000 dollar delar ut den. I detta fall betalas 12 dollar per aktie i utdelning och aktierna blir värda 100 dollar, i stället för 112 dollar.

Antag slutligen att företaget i stället beslutat använda vinsten på 12 000 dollar för att förvärva egna aktier från de aktieägare som är villiga att sälja. Bolaget kan köpa 107 aktier till det rådande priset 112 dollar per aktie. Den

för dessa köp erforderliga utbetalningen kommer att minska bolagets totala värde från 112 000 till 100 000 dollar och totala antalet utestående aktier kommer att minska från 1 000 till 893. Dessa 893 aktier kommer att vara värda 112 dollar styck.¹¹⁰ På samma sätt som i exemplet med företrädesrätt ovan skadar inte bolagets förvärv av egna aktier de aktieägare som inte säljer, så länge som bolaget köper till marknadspris: deras aktier är värda lika mycket som de som säljs.

Denna diskussion antyder att det inte finns något tvingande skäl varför bolag skall förbjudas att förvärva egna aktier när dessa köp sker på öppna marknaden eller genom offentliga bud. Dessutom tycks förvärv av egna aktier vara bättre än utdelningar när olika aktieägare har olika syn på värdet av bolagets aktier. Antag ett bolag vars aktier handlas till 100 dollar per aktie, och som har två aktieägare. Den ena aktieägaren är optimistisk om bolagets framtidsutsikter och anser att den nuvarande kursen är för låg. Den andra aktieägaren är pessimistisk och anser att kursen är för hög. Under sådana omständigheter är förvärv av egna aktier bättre än utdelning, eftersom det låter den pessimistiska aktieägaren sälja och ger den optimistiska aktieägaren möjlighet att förvärva en ännu större andel i bolaget.

Man skulle kunna hävda att tillåtande av förvärv av egna aktier skulle innebära ett brott mot likhetsprincipen. Såsom visats i den tidigare diskussionen om denna princip, bör den inte tillämpas när detta skulle innebära ett brott mot principen om maximering av aktieägarnas förmögenhet ex ante. Framför allt bör inte förvärv av egna aktier kategoriskt förbjudas, eftersom sådana köp gynnar alla aktieägare genom att höja aktiekursen och förse missnöjda minoritetsägare med likviditet.

Minoritetsskydd

Diskussionen om skydd för minoritetsaktieägare passar väl in i den allmänna diskussionen om skillnaderna mellan dispositiv och tvingande lagstiftning. Det finns tre kritiska faktorer som måste beaktas vid en initierad diskussion om minoritetsaktieägarnas rätt. För det första finns det en reell risk att minoriteten utsätts för maktmissbruk. Framför allt existerar denna risk när det inte finns någon välutvecklad marknad för de aktier som minoriteten innehar. För det andra är det dyrt att ge minoritetsaktieägarna omfattande legala rättigheter, eftersom varje substantiell rättighet som ges åt dem ger dem makt att handla opportunistiskt och därigenom berika sig på andra investerares bekostnad. För det tredje kan alla problem med maktmissbruk gentemot minoritetsaktieägare lösas genom avtal. Frank H. Easterbrook och Daniel R. Fischel har sålunda framhållit:

De som upprättar stiftelseurkunden för ett fåmansbolag kan inte undvika att ställas inför ett avvägningsproblem. Å ena sidan måste de tillhandahålla visst skydd till minoritetsaktieägarna för att säkerställa att de erhåller rimlig avkastning på sina investeringar om projektet lyckas. Å andra sidan kan de inte ge minoriteten alltför många rättigheter, eftersom minoriteten kan tänkas utöva sin rätt på ett opportunistiskt sätt för att skaffa sig extra förmåner.¹¹¹

Minoritetsaktieägare möter en lång rad potentiella problem. Maktmissbruk gentemot dem kan ta sig många former. Majoritetsaktieägare kan frysa ut dem, varvid de försöker tvinga dem att sälja sina aktier till lågt pris eller köpa till högt pris från majoritets- och kontrollaktieägare. Majoritetsaktieägare kan hindra minoritetsaktieägare från att representeras i styrelsen eller att anställas i företaget och kan försöka hindra dem från att ta del av ny-

emissioner eller inlösen av aktier. På samma sätt kan majoritetsaktieägare som vill exploatera minoritetsaktieägare manipulera bolagets formella regelstruktur för att eliminera minoritetsintressen. Bolaget kan t.ex. fusionera eller sälja sina tillgångar till ett annat bolag som helt ägs av majoritetsaktieägare eller de kan ändra bolagsordningen i syfte att minska antalet utestående aktier genom att genomdriva en s.k. "omvänd split" och sedan eliminera minoritetens överskjutande aktier.¹¹² På liknande sätt kan majoritetsaktieägarna med subtila metoder diktera ett företags utdelningspolitik, anställningspolitik och system för kompensation till chefer för att gynna majoriteten på minoritetens bekostnad.

Poängen med denna diskussion är alltså inte att påstå att det inte kan förekomma att majoriteten missbrukar sin makt gentemot minoriteten. Tvärtom är poängen snarare att visa att det går att lösa alla dessa minoritetsproblem genom avtal och att tvingande rättsliga regler för investerare i fåmansbolag kan skapa fler problem än de löser.

För minoritetsaktieägare i fåmansbolag finns ett stort antal kontraktsalternativ tillgängliga. De kan kräva att det i bolagsordningen stipuleras att en neutral medlare eller skiljedomare utses för att medla i tvister mellan majoriteten och minoriteten. Alternativt kan minoriteten kräva lika rösträtt i styrelsen genom att organisera företagets kapitalstruktur så att emission av olika aktieslag tillåts och att varje aktieslag tillåts välja representanter till styrelsen. Att bolagsordningen ger minoriteten rätt att få bolaget upplöst och likviderat om den så kräver är ytterligare ett kontraktsalternativ, som står till minoritetens förfogande, om den hyser oro för att majoriteten skall missbruka sin makt gentemot dem.

Den populäraste formen för kontraktsenligt skydd för minoritetsaktieägare är kanske rätten att köpa eller sälja sina aktier, enligt en i förväg överenskommen formel, till antingen majoritetsaktieägarna eller bolaget självt.

Skälet till att endast ett fåtal bolag frivilligt erbjuder minoriteten sådant skydd är uppenbart. Det är mycket kostsamt. Det faktum, att många fåmansbolag inför särskilda bestämmelser i bolagsordningen som erbjuder de slags skydd som nämnts, visar dessutom att det inte finns några tekniska problem i samband med kontraktsprocessen som gör det omöjligt att ordna sådant skydd. Och det faktum att sådana bestämmelser kan inkluderas, innebär naturligtvis att de kan bli föremål för förhandlingar. I de fall där vi inte observerar kontraktsenligt skydd för minoritetsaktieägare, kan vi anta att villkoren har prissatts i förhandlingar och att minoriteten kompenseras i form av högre förväntad avkastning för alla risker för maktmissbruk som de löper i sin egenskap av minoritet.

Alla skyddsåtgärder som står till minoritetens förfogande är som sagts dyra för bolaget. Minoritetsaktieägare som vill ha sådant skydd måste således betala för det. Skiljedomare och medlare kan, hur goda deras intentioner än är, väntas fatta dåliga ekonomiska beslut, eftersom de sannolikt känner till mycket mindre om verksamheten än de berörda parterna. Dessutom ger aktieägarnas rätt att hänskjuta tvister till skiljedom dem möjligheter att i kortsiktigt taktiska syften förorsaka bolaget kostnader. När företaget går dåligt frestas minoritetsaktieägare alltid att hota med skiljedom eller process i syfte att få betalt för att inte utnyttja sin rätt.

Att organisera ett företags kapitalstruktur så att minoriteten erhåller en röststyrka som är högre än vad som svarar mot deras ekonomiska satsning i bolaget leder till liknande problem. Rationella aktieägare kommer att investera i kunskap om vad som är bäst för ett bolag i direkt proportion till det egna ekonomiska intresset i bolaget. Små aktieägare har mindre incitament att sköta ett företag väl än stora aktieägare.

Idén att ge minoritetsaktieägare rätten att kräva likvidation och rätten att få sina aktier inlösta har setts som särskilt attraktiv av de debattörer som ser maktmissbruk

gentemot minoriteten som ett allvarligt problem. Anledningen till att det inte är tillrådligt att kräva att bolaget ger minoriteten dessa rättigheter är att det skapar enorma problem med opportunistiskt beteende.¹¹³

Vad gäller rätten att kräva likvidation är det inte troligt att rationella aktieägare kräver oinskränkt rätt till likvidation av bolaget, eftersom aktieägare med sådan rätt skulle frestas att åberopa den, när en likvidation skulle innebära kostnader och problem för de övriga aktieägarna. Antag t.ex. att ett företag är mycket lönsamt. Minoritetsaktieägare, som skulle föredra en kontant utbetalning från bolaget i stället för att se pengarna återinvesterade i företaget, skulle kunna hota med att kräva likvidation. Allra viktigast är att hotet om likvidation skulle avskräcka majoritetsaktieägarna från att göra företagsspecifika investeringar som skulle gå förlorade vid en likvidation. Det är således inte troligt att rationella minoritetsaktieägare *ex ante* skulle insistera på oinskränkt rätt till likvidation. Sådana rättigheter skulle inte bara vara mycket dyra att erhålla, de skulle också sänka det förväntade värdet på de egna placeringarna genom att avhålla majoritetsaktieägarna från att arbeta hårt för att maximera företagets värde.

I enlighet med detta resonemang har amerikanska domstolar och lagstiftare varit extremt ovilliga att godkänna ansökningar från minoritetsaktieägare om tvångslikvidation av bolaget. I allmänhet tillåts likvidation endast om majoriteten "have acted, are acting or will act in a manner that is illegal, oppressive, fraudulent, or unfairly prejudicial" eller om det råder (a) ett dödläge mellan bolagets aktieägare eller styrelseledamöter, som (b) leder till irreparabel skada för minoritetsaktieägarna.¹¹⁴

Liknande analyser kan göras av bestämmelser om aktieägares rätt att få sina aktier inlösta. Som Easterbrook och Fischel framhållit är detta särskilt problematiskt därför att:

få företag (eller enskilda individer) annat än ömsesidiga värdepappersfonder ("open-end mutual funds") håller likvida finansiella tillgångar som tillåter avistauttag av inestående medel. När företaget håller illikvida tillgångar kan rätten till uttag eventuellt leda till behov att låna, vilket är svårt för ett fåmansbolag, eftersom även långivarna är "outsiders". Ett företag kan tänkas vara villigt att köpa ut sina investerare om det antingen kan attrahera nytt kapital eller kan låna pengar från en bank, men villkoren för detta nya kapital kommer inte att bli fördelaktiga, om någon annan kan skapa liknande problem på nytt.

En rätt att ta ut sitt insatta kapital från ett företag som inte har några likvida tillgångar och som inte har en aktiv sekundärmarknad för sina aktier skapar även svåra (kostsamma) värderingsproblem. Varje värderingsmetod är inexakt; olika värderingar kommer att komma fram till radikalt olika slutsatser angående företagets värde och en viss aktieägares proportionella andel. Krav på kontanter i utbyte mot aktier kan tänkas återspegla fel i denna process mer än något annat. När en investerare tror att värderaren kommer att göra fel säljer han tillbaka sina aktier, annars behåller han dem. Denna "bias" gör externa investerare dyrare för företaget och gör det sålunda svårare att anskaffa kapital. Alla dessa osäkerhetsfaktorer förvärrar förhandlingsproblemen.

Var och en av effekterna av rätten att sälja tillbaka aktier till företaget – utsikterna att bli tvungen att sälja illikvida tillgångar till reapriser (eller låna till hög ränta) och osäkerheten i värderingen – uppmuntrar till opportunistiskt beteende från minoritetaktieägarnas sida. Denna automatiska rätt ger med andra ord minoritetsaktieägare, som har satsat relativt lite i företaget, möjlighet att orsaka övriga investerare kostnader, som inte förekommer med andra regler för tvångsmässig upplösning av bolaget.¹¹⁵

Dessutom höjer en ovillkorlig rätt att återkräva kapitalinsatser från företaget kostnaderna för alla aktieägare genom att öka lånekostnaderna. När allt kommer omkring ökar långgivarnas risk om varje enskild aktieägare kan kräva tillbaka sin insats i bolaget av någon anledning och långgivarna kommer att kräva kompensation för denna ökade risk.¹¹⁶

Blockäggande av aktier

Ett centralt inslag i det moderna aktiebolaget är ”separation av ägande och kontroll”.¹¹⁷ Allt eftersom aktieägandet i publika bolag blir alltmer spritt närmar man sig en punkt där ingen enskild aktieägare har intresse av eller förmåga att individuellt eller via koalitioner påverka och kontrollera företagets beslutsprocess. Detta faktum har givit upphov till vad som populärt kallas separationen av ägande och kontroll, varigenom aktieägarna står för ägandet, medan den funktionella kontrollen är lagd i ledningens händer.

I allmänhet innebär separationen av ägande och kontroll en synnerligen effektiv mekanism för anskaffande av kapital i komplexa, kapitalintensiva företag. Aktiebolagsformen är mycket effektiv, eftersom den tillåter vissa individer att specialisera sig på det risktagande som är en del av investeringsprocessen, utan att behöva göra de investeringar i humankapital som krävs för att skickligt kunna leda stora företag. Aktieägarna ses, i sin egenskap av investerare, som den grupp som tillför bolaget ”sin speciella förmåga att ta risker, som kreditorer, företagsledning och anställda ofta tenderar att sakna”.¹¹⁸ Aktieägarna är särskilt väl lämpade att ta risker, eftersom de har begränsat ansvar vad gäller bolagets skulder och innehar fritt överlåtbara aktier, vilket gör det möjligt för dem att diversifiera sig och därigenom undvika de företagsspecifika risker som är förknippade med aktieinnehav.

Bolagets aktieägare har en unik ställning bland de aktörer som investerat tid, energi och finansiella resurser i ett specifikt bolag, och det av två skäl. För det första är det aktieägarna som har mest att vinna på de framgångar bolaget kan tänkas ha. Därför är det också aktieägarna som har störst incitament att se till att bolaget maximerar vinsterna och fungerar så effektivt som möjligt.

För det andra är det aktieägarnas kapitalinsats som först går åt, om bolaget råkar i ekonomiska svårigheter, så att långivarnas insats kan betalas tillbaka. Till följd härav har aktieägarna den yttersta rätten att bestämma hur bolaget skall skötas (eller snarare att få det skött på deras vägnar) därför att de är den grupp som värderar denna rätt högst.¹¹⁹ Trots att aktieägarna har den yttersta makten att leda det bolag de investerat i, blir denna makt bara en teoretisk möjlighet när ägarintressena blir för spridda.

Stora block av aktier ägda av sofistikerade investerare är en viktig mekanism, som kan hjälpa aktieägarna att övervinna de kollektiva beslutsproblem som gör det svårt att övervaka företagsledningen i publika bolag. Blockäggande kan vara till gagn eftersom det kan ge institutionella placerare en möjlighet att gemensamt uppnå en tillräckligt stark position i bolaget för att kunna övervaka den sittande företagsledningen.

I Sverige liksom i Japan och Tyskland (och i betydligt mindre omfattning i USA) finns det en mängd mekanismer genom vilka denna övervakning sker. I Japan och Tyskland spelar affärsbankerna en central roll. I Sverige har det institutionella ägandet tagit formen av ett utbrett mönster av koncentrerat ägande företagen emellan. Det sker också via investmentbolag som gör stora aktieplacementer (5–49 procent) i ett litet antal publika företag.¹²⁰

Dessa investmentbolag tar aktiv del i de bolag i vilka de investerat och ger fortlöpande råd till dessa bolag. Som två amerikanska kommentatorer, som nyligen studerat denna investeringsform, konstaterat: "Liksom amerikanska 'leveraged buyout'-syndikat och riskkapitalbolag

håller sig [dessa svenska investmentbolag] med en stab av högre tjänstemän med operativ erfarenhet som ger råd till närstående bolag och som, när så är nödvändigt, pressar på för att få ändring till stånd i ledningen av företag med dålig lönsamhet.”¹²¹

Medan det inte förefaller som om dessa investmentbolag försöker diktera bolagens policy eller byta ut ledningen i mindre framgångsrika bolag, har de synpunkter som framförs stor betydelse. Och framför allt utgör närvaron av dessa stora investerare ett effektivt sätt att lösa de styr- och kontrollproblem som uppstår genom att ägande och kontroll är separerade i publika bolag med starkt spritt ägande.

Korsvist ägande av aktier

Det tycks emellertid finnas en negativ aspekt på det observerade ägarmönstret i svenska bolag. Framför allt är det den korsvisa ägarstrukturen som kan ge företagsledningen möjligheter att förskansa sig, likaväl som det kan vara ett sätt för ägarna att övervaka ledningen. Antag t.ex. att bolagen A, B, C och D tillsammans äger en tillräckligt stor aktiepost i bolag X för att de skall ha kontrollen. Antag vidare att företagsledningarna i A, B, C och D använder denna kontrollpost i X för att förmå X att köpa stora minoritetsblock i A, B, C och D. Om de sedan kan förmå X att använda sin rösträtt i A, B, C och D på ett sätt som gynnar respektive företagslednings intressen, kan korsvist ägande hindra, snarare än förbättra, kontrollprocessen i bolagen genom att i praktiken göra det möjligt för ledningen att beröva externa aktieägare de rättigheter som följer med aktieinnehaven. Även om ägarkonstellationerna i svenska företag naturligtvis inte är så enkla som detta högst förenklade, stilerade exempel antyder, visar existerande system med korsvist ägande att detta är en reell möjlighet.

Även om bolag i USA vanligtvis har rätt att äga aktier och rösta för dessa innehav, så har de inte rätt att rösta för aktier i det egna bolaget. Även om rättsläget inte är helt klart, gäller detta röstningsförbud både aktier som tillhör bolaget och aktier som ägs av ett annat bolag som det första bolaget kontrollerar, antingen direkt eller indirekt. Model Business Corporation Act stadgar t.ex. att "the shares of a corporation are not entitled to vote if they are owned, directly or indirectly, by a second corporation, domestic or foreign, and the first corporation owns, directly or indirectly, a majority of the shares entitled to vote for directors of the second corporation".¹²² Som en kommentator påpekat; om ett bolag får rätt att rösta för aktier i det företag det kontrolleras av, kan ledningen i det kontrollerande företaget avhända aktieägarna deras röstkontroll.¹²³

Rösträttens ekonomiska funktion i det publika bolaget är att ge aktieägarna möjlighet att påverka och kontrollera företagsledningens verksamhet. Eftersom bolaget är en ytterst komplex företeelse skulle det dessutom vara omöjligt att i förväg specificera alla rättigheter och skyldigheter som tillkommer ledning och aktieägare, i synnerhet som det är oundvikligt att problem som kräver flexibilitet och gör gamla avtal obsoleta kommer att uppstå i framtiden. Den lagstadgade rösträtten är en effektiv mekanism genom vilken det är möjligt att fatta vissa beslut som inte tidigare specificerats genom avtal.¹²⁴

Även om det i allmänhet inte ligger i aktieägarnas intresse att engagera sig i triviala frågor ligger det helt klart i deras intresse att engagera sig i de större frågor där det enligt bolagsrätten generellt krävs omröstning bland aktieägarna. Dessa frågor inkluderar fusioner, försäljning av alla eller stora delar av företagets tillgångar, och andra grundläggande, organiska förändringar i bolaget. Dessutom är rösträtten i formell mening den komponent i aktieägandet som gör kontrollförändringar möjliga:

Ett offentligt bud på ett företags aktier ger köparen

möjlighet att skaffa sig kontroll i målföretaget genom att utnyttja de förvärvade aktiernas rösträtt. Sådana förvärv brukar leda till betydande kursstegringar, och taktiska manövrer som försvarar övertaganden brukar medföra kurssänkningar.¹²⁵

I den utsträckning korsägande kan ge ledningen möjligheter att påverka röstningen i det bolag som de själva leder, avskräcker sålunda korsvist ägande externa investerare från att göra placeringar och gör företagsledningen oberoende av marknadskrafterna. I ett kontraktsteoretiskt perspektiv är det högst osannolikt att aktieägarna skulle gå med på att låta ledningen rösta för dessa aktier. När allt kommer omkring kan aktieägarna, om de vill stå på samma sida som företagsledningen vad gäller beslut i bolaget som kräver omröstning bland aktieägarna, göra detta genom att följa ledningens rekommendationer. Därför kan vissa mönster av korsvist ägande, genom att ge den sittande företagsledningen *de facto* makt att utnyttja en kontrollposts rösträtt, endast tyckas ge ledningen möjlighet att stärka sin egen position och minska aktieägarnas förmåga att kontrollera företaget.

Existerande mönster för korsvist ägande av aktier visar på en tämligen ironisk aspekt av svensk bolagslagstiftning och företagsstyrning. Å ena sidan tillåter inte svensk lag företagen att förvärva sina egna aktier. Det är lika klart att bolagen inte tillåts rösta för egna aktier. Å andra sidan ger korsvist ägande företagsledningen möjlighet inte bara att i praktiken förvärva aktier i det egna bolaget; korsvist ägande tillåter också svenska bolag att rösta för dessa aktier eftersom köpen sker via andra bolag.

7. *EG-direktiven*

Sverige är på väg att inträda i EG. EG har utfärdat en stor mängd lagar på alla ekonomiska områden, inklusive bolagsrätt, finansiella marknader, försäkrings- och bankväsen. EG:s harmoniseringsprogram implementeras i form av direktiv. Även om dessa direktiv är bindande för var och en av de medlemsstater som de adresserats till, kan de nationella myndigheterna välja former och metoder för implementering av direktiven. Även om en komplett analys av EG:s bolagsdirektiv inte är möjlig inom ramen för denna studie, synes det vara på sin plats att diskutera de viktigaste direktiven.

Det andra bolagsdirektivet från den 13 december 1976 behandlar tillskott, bevarande och ändring av kapital i publika aktiebolag med begränsat ansvar. Artikel 19 skulle tillåta Sverige att även i fortsättningen förbjuda bolag att förvärva egna aktier, men skulle också ge Sverige möjlighet att tillåta bolag att under vissa villkor förvärva egna aktier. De viktigaste inskränkningarna rörande förvärv av egna aktier är att EG-rätten skulle hindra bolag från att förvärva mer än 10 procent av utestående aktier och skulle kräva att bolag som önskade göra sådant förvärv måste erhålla bolagsstämans godkännande. Den tid som detta godkännande gäller får inte överstiga arton månader.

Dessa begränsningar förefaller inte berättigade. Av skäl som framförts tidigare bör bolag ha frihet att skräddarsy bestämmelserna i den egna bolagsordningen. Bolag

bör kunna välja en bolagsordning som tillåter obegränsade förvärv av egna aktier och bör kunna erhålla generellt tillstånd att göra sådana förvärv.

Därutöver skulle det andra bolagsdirektivet höja kravet på aktiekapitalets storlek från miniminivån 50 000 kronor till cirka 220 000 kronor (25 000 ECU). Direktivet skulle också återuppväcka föråldrade bestämmelser om lagstadgat kapital och gå ifrån den senare tidens utveckling mot mera flexibla regler. Framför allt syftar direktivet till att bolag skall använda de föråldrade begreppen nominellt belopp och bokfört parivärde. Vilken betydelse de än må ha haft historiskt, upphörde dessa begrepp att vara av något värde för kreditorerna för flera decennier sedan och borde förpassas till historiens sophög.

EG-direktiven räknar också med två typer av bolag med begränsat ansvar. Den huvudsakliga skillnaden mellan dem är att det ena skulle ha rätt att inbjuda allmänheten att teckna aktiekapital, medan det andra inte skulle ha den rätten.

Det förefaller inte vara något grundläggande fel i tanken att dela in bolag med begränsat ansvar i två kategorier. Men bolag bör ges stor frihet att själva välja hur de skall kategoriseras och de bör enkelt kunna byta från den ena kategorin till den andra.

EG-direktiven behandlar också frågan om en aktie – en röst. Generellt krävs en aktie – en röst, men bolag tillåts att emittera preferensaktier utan rösträtt så länge sådana aktier inte motsvarar mer än hälften av samtliga aktier i bolaget.

Kravet på en aktie – en röst bottnar i att det anses skydda externa investerare i mycket stora publika aktiebolag genom att underlätta bolagsdemokrati i allmänhet och överförande av kontroll vid fientliga företagsövertaganden i synnerhet. De som förordar principen en aktie – en röst hävdar att olika aktieslag med olika rösträtt gör det möjligt för företagsledningar att till låg kostnad skaffa sig orubblig kontroll över de bolag de arbetar i genom att be-

hålla aktier med högt röstvärde och sälja aktier med lägre röstvärde.

Även om argumenten för system med en aktie – en röst förvisso är värda att beakta är detta direktiv ineffektivt och välfärdssänkande, eftersom det är tvingande till sin natur och därmed inte tar hänsyn till det faktum att olika röstvärden kan bidra till ökade vinster i vissa bolag i vissa situationer och därmed gynna aktieägarna. Olika aktieslag med olika röstvärde kommer att vara ett effektivt system för vissa bolag, därför att det tillåter investerarna att skraddarsy sina relationer med de bolag de investerar i. Bolag i ekonomiska svårigheter kanske t.ex. bara kan skaffa kapital om de erbjuder aktier med högre röstvärde till nya investerare. Alternativt kan bolag endast skaffa nytt kapital genom att sälja aktier, om de lovar redan existerande aktieägare att de kan behålla kontrollen.

Med två slags röstvärden kan man tänkas öka företagsledningens benägenhet att köpa aktier i de företag de arbetar i. En ledningsgrupp som innehar en kontrollpost, på t.ex. 51 procent, kan ha ett mycket större intresse i bolaget än vad som återspeglas i det 51-procentiga aktieinnehavet. Det beror på att de investerat sitt humankapital i bolaget. Dessa företagsledare torde inte vara villiga att sälja ytterligare aktier ens när det ligger i bolagets intresse, om inte kapitaltillskottet har lägre röstvärde. Likaledes kan det hända att ledningen saknar tillräcklig personlig förmögenhet för att köpa en kontrollpost i de bolag de arbetar i.

Med aktier med olika röstvärden ges ledningen möjlighet att emittera nya aktier till utomstående med lägre röstvärde och kan därmed utnyttja fördelarna med extern finansiering, samtidigt som de behåller kontrollen över bolaget. Aktier med olika röstvärde erbjuder olika typer av investerare möjlighet att skraddarsy sitt risktagande i de bolag som de investerar i.

I vissa stora bolag har t.ex. aktier med lägre röstvärde rätt till utdelning som är beroende av resultatet i vissa de-

lar av bolaget. Ett sådant arrangemang tillåter investerare att göra avkastningen på sina placeringar beroende av resultatet i vissa delar av företaget i stället för i företaget som helhet. Sådana aktiers lägre röstvärde avspeglar det faktum att dessa investerare är mindre intresserade av att påverka företaget som helhet och mer intresserade av att påverka utvecklingen i en särskild del av företaget. Därför är det troligt att de har andra preferenser än företaget som helhet.¹²⁶ Ytterligare ett skäl för aktier med olika röstvärde är att det kan göra det möjligt för fåmansbolag att undvika dödlägen i förhållandet mellan aktieägare och ledning.

Även om arrangemang med olika röstvärden kanske inte är idealiska för alla företag – eller ens flertalet – kan det vara optimalt för några. Speciellt kan arrangemang med lägre röstvärde för ett aktieslag vara optimalt för bolag där: (1) ledningen behöver särskilt starka incitament att satsa på riskfyllda projekt; eller (2) det finns ett akut behov av att hålla ihop en existerande ledningsgrupp; eller (3) det finns en betydande familjekontroll; eller (4) det finns ett legitimt aktieägarintresse att inte acceptera ändringar i kontrollen av företaget. Därför är generella, tvingande regler, som förbjuder aktier med olika röstvärde, förmodligen inte att rekommendera.

Liknande synpunkter kan läggas på EG-förslag om krav på styrelsernas sammansättning. Det har exempelvis föreslagits att EG skall ansluta sig till den tyska modellen med krav på styrelserepresentation för de anställda i publika bolag. Att detta förslag antas som tvingande lag, i stället för som dispositiv, torde inte ligga vare sig i de anställdas eller företagsledningens intresse. De anställda kanske helt rationellt föredrar att förhandla om konkreta ting som högre löner, större anställningstrygghet eller förbättrade arbetsvillkor framför de mindre påtagliga fördelar som styrelserepresentation kan tänkas innebära.

I den mån de anställdas representanter i styrelsen råkar i en intressekonflikt med övriga styrelseledamöter,

kommer de senare alltid att kunna rösta ner de förra. Dessutom kommer sannolikt styrelser med representanter för de anställda att utvecklas som i den tyska modellen, där styrelserna i publika bolag i allt högre grad har ceremoniella funktioner och det verkliga arbetet utträttas i kommittéer, ofta utan någon styrelserepresentant.

Ett annat direktiv som nu diskuteras i EG behandlar offentliga uppköpserbudanden och baseras på den brittiska City Code on Takeovers and Mergers. Detta direktivförslag omfattar principen om s.k. erbjudandeplikt och skulle kräva att en budgivare erbjuder sig att köpa alla utestående aktier. Bakom detta förslag ligger tanken att denna regel skulle skydda aktieägare från att tvingas fast i en minoritetsposition av en köpare som förvärvat en kontrollpost i målföretaget. Genom att erbjudandeplikten utesluter möjligheten att lägga tvåstegsbud hindras budgivaren från att försätta aktieägarna i målföretaget i en fångens dilemma-situation av det slag som beskrivits ovan.

Medan denna s.k. Londonregel således inte saknar förtjänster, står det klart att den borde vara dispositiv snarare än tvingande, därför att den trots sina fördelar i vissa sammanhang innebär en restriktion vid företagsövertaganden. Den höjer kostnaderna och skyddar på så sätt företagsledningen från konkurrens och från kapitalmarknadens övervakning. Bolag som tycker att fördelarna är större än nackdelarna bör ha rätt att införa sin egen Londonregel i bolagsordningen. Bolag som tycker att kostnaderna, som yttrar sig i form av lägre aktiekurser på grund av lägre sannolikhet för externa bud, är för höga, borde kunna friskriva sig från Londonregeln.

8. *Sammanfattning*

Det moderna publika aktiebolaget är en central företeelse i varje modernt industriland. Anledningen är att aktiebolaget är ett ytterst framgångsrikt instrument för kapitalallokering och investeringsbeslut i ett fritt samhälle. De företag som har blomstrat över tiden är de som har kunnat ge – och hålla – så trovärdiga löften till investerare att det får dessa att göra placeringar i företaget. Marknadskrafterna tillhandahåller en rad instrument genom vilka företagsledare och entreprenörer kan göra trovärdiga utfästelser för framtiden. Konkurrensen på kapitalmarknaderna ger fortlöpande information om priserna på värdepapper. Denna information gör det möjligt för informerade investerare att få ständigt uppdaterad information om värdet på sina investeringar och om hur ett bolags verksamhet utvecklas i jämförelse med andra företag på marknaden. Genom diversifiering på kapitalmarknaderna kan aktieägarna undgå de företagspecifika riskerna som följer med deras investeringar.

Målet för rättssystemet är att stödja denna process. Ett väl fungerande system för aktiebolags styrning och kontroll åstadkommer detta genom att erbjuda färdiga regler, vilket gör det möjligt att hålla nere kostnaderna för avtal och kontrakt. Dessutom bör de som försöker reformera rättsreglerna inse att även om företagsledare kan handla mot aktieägarnas intressen, så finns också kostnader med lagar som begränsar handlingsfriheten för företag och dess ledning.

Aktiebolagsrätten bör också avspegla de stora skillnaderna mellan olika bolag och investerare. De lagregler som kan vara till nytta för ett bolag kan vara problematiska för ett annat. En dispositiv lagstiftning som tillåter bolag att skraddarsy sin ledningsstruktur så att den svarar mot bolagets speciella behov synes vara helt överlägsen andra mer rigida system, som endast ger tvingande regler som inte kan ändras genom avtal.

Detta generella argument för dispositiv, snarare än tvingande lagstiftning, är särskilt starkt i Sverige där det saknas juridisk konkurrens och där systemet med skriven lag, kräver beslut av en lagstiftande församling, vilket är mer komplicerat och tidskrävande än beslut i system med sedvanerätt.

Som sammanfattning kan sägas att målet för aktiebolagsrätten är att tillhandahålla en kontraktsmässig infrastruktur för investerare i aktiebolag. Lagen kan bäst åstadkomma detta genom att ge grundläggande regler som gäller om inte parterna väljer att ändra dessa regler genom avtal. I den mån det pågående arbetet med att reformera den svenska aktiebolagslagen är inriktat mot dessa mål, kommer investerare och samhället att ha god nytta av reformarbetet.

Noter

1. Ronald H. Coase, "The Nature of the Firm", *Economica*, vol. 4, 1937, s. 386.
2. Ralph K. Winter, "Paying Lawyers, Empowering Prosecutors, and Protecting Managers: Raising the Cost of Capital in America", Oliver Wendell Holmes föreläsning vid Harvard Law School den 13 oktober 1992.
3. Frank H. Easterbrook och Daniel R. Fischel, "Voting in Corporate Law", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 1983, s. 398.
4. *Ibid.*, s. 403.
5. Robert Clark, *Corporate Law*, s. 20. Little, Brown & Co., Boston, Massachusetts, 1986.
6. Dessa kontrakt tillhandahåller ett generöst avgångsvederlag om det blir en större omorganisation vid företaget, med avskedanden eller nedläggningar som följd.
7. Clifford W. Smith Jr. och Jerold B. Warner, "On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants", *Journal of Financial Economics*, vol. 7, 1979, s. 117, 118–119.
8. Charles Winkler, "Harris, Williams Cos. to Offer Bonds with 'Poison Puts'", *Wall Street Journal*, 16 november 1988, sektion 3, s. 1, kolumn 3.
9. Robert Clark, se not 5, s. 17–18.
10. American Bar Association Committee on Corporate Laws, "Other Constituency Statutes: Potential for Confusion", *Business Lawyer*, vol. 45, 1990, s. 2253, 2253. Se även "Takeover Dangers and Non-Shareholders: Who Should Be My Brothers' Keeper?", *Columbia Business Law Review*, 1988, s. 301.
11. För ett republikanskt perspektiv på den politiska beslutsprocessen, se Cass Sunstein, "Beyond the Republican Revival", *Yale Law Journal*, vol. 97, 1988, s. 1539. För en pluralistisk kritik, se Jonathan R. Macey, "The Missing Element in the Republican Revival", *Yale Law Journal*, vol. 97, 1988, s. 1673.
12. Michael C. Jensen och William H. Meckling, "Agency Costs and the Theory of the Firm", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, s. 305.
13. Medan följaktligen de flesta företag anställer sin arbetskraft på långsiktig basis, är hamn- och lantarbetare ofta anställda på dagsbasis, och i byggnadsbranschen är arbetarna ofta objektsanställda. Se Frank H. Easterbrook och Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law*, s. 8. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, 1991.
14. Ronald H. Coase, se not 1, s. 391.
15. Benjamin Klein, Robert G. Crawford och Armen Alchian, "Vertical

- Integration, Appropriate Rents, and the Competitive Contracting Process”, *Journal of Law and Economics*, vol. 21, 1978, s. 297.
16. *Ibid.*, s. 298–299.
 17. *Ibid.*
 18. *Ibid.*, s. 300.
 19. Adam Smith, *The Wealth of Nations*, s. 700. Modern Library, New York, 1937.
 20. Frank H. Easterbrook, ”Managers’ Discretion and Investors’ Welfare: Theories and Evidence”, *Delaware Journal of Corporate Law*, vol. 9, 1984, s. 540, 540.
 21. *Ibid.*, s. 543.
 22. Michael C. Jensen och William H. Meckling, se not 12.
 23. William A. Klein och John C. Coffee, *Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles*, andra upplagan, s. 273. Foundation Press, Westbury, New York, 1986.
 24. Franco Modigliani och Merton H. Miller, ”The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, vol. 48, 1958, s. 261.
 25. William A. Klein och John C. Coffee, *Business Organization and Finance: Legal and Economic Principles*, fjärde upplagan, s. 276–277. Foundation Press, Westbury, New York, 1990.
 26. Michael C. Jensen och William H. Meckling, se not 12, s. 334.
 27. *Ibid.*, s. 313.
 28. *Ibid.*
 29. Oliver Hart, ”An Economist’s Perspective on the Theory of the Firm”, *Columbia Law Review*, vol. 89, 1989, s. 1757, 1764.
 30. Michael C. Jensen och William H. Meckling, se not 12, s. 311.
 31. Oliver Hart, se not 29, s. 1764.
 32. David D. Haddock, Jonathan R. Macey och Fred S. McChesney, ”Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers”, *Virginia Law Review*, vol. 73, 1987, s. 701, 736.
 33. Frank H. Easterbrook och Daniel R. Fischel, ”The Proper Role of a Target’s Management in Responding to a Tender Offer”, *Harvard Law Review*, vol. 94, 1981, s. 1161, 1182.
 34. Bengt Holmströms opublicerade kommentar vid Conference on Contractual Freedom in Corporate Law vid Columbia Law School’s Center for Law and Economic Studies den 9 december 1988.
 35. Benjamin Klein och Keith Leffler, ”The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance”, *Journal of Political Economy*, vol. 89, 1981, s. 615, 635.
 36. George Benston, ”Required Disclosure and the Stock Market: An Analysis of the Securities Exchange Act of 1934”, *American Economic Review*, vol. 63, 1973, s. 132.
 37. David D. Haddock, Jonathan R. Macey och Fred S. McChesney, se

not 32, s. 731.

38. Melvin Eisenberg, den kanske främste företrädaren för att bolagsrätten bör vara tvingande snarare än dispositiv, medger öppet att de regler som styr aktiebolag bestäms av kontrakt och andra överenskommelser lika väl som av marknadskrafterna, aktiebolagens ensidiga agerande och lagen. Se Melvin Eisenberg, "The Structure of Corporate Law", *Columbia Law Review*, vol 89, 1989, s. 1461.
39. Fred S. McChesney, "Economics, Law and Science in the Corporate Field: A Critique of Eisenberg", *Columbia Law Review*, vol. 89, 1989, s. 1530.
40. Jeffrey N. Gordon, "The Mandatory Structure of Corporate Law", *Columbia Law Review*, vol. 89, 1989, s. 1549, 1556.
41. Ibid.
42. Ibid., s. 1562.
43. Ibid., s. 1563.
44. Ronald C. Lease, John J. McConnell och Wayne M. Mikkelson, "The Market Value of Control in Publicly Traded Corporations", *Journal of Financial Economics*, vol. 11, 1983, s. 439, 458; Ronald C. Lease, John J. McConnell och Wayne M. Mikkelson, "The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations", *Journal of Business*, vol. 57, 1984, s. 443, 451; Gregg A. Jarrell och Annette B. Poulsen, "Dual-Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms", *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, s. 129, 129.
45. Securities and Exchange Commission, Office of the Chief Economist, *Dual Class Recapitalizations and Share Prices of Publicly Traded Companies*. Securities and Exchange Commission Monograph, 1987.
46. Jeffrey N. Gordon, se not 40, s. 1563.
47. Ibid., s. 1564.
48. Ibid., s. 1566–1567.
49. Jeffrey N. Gordon, "Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice", *California Law Review*, vol. 76, 1988, s. 1, 48.
50. Jeffrey N. Gordon, se not 40, s. 1577.
51. Roberta Ramano, "Answering the Wrong Question: The Tenuous Case for Mandatory Corporate Laws", *Columbia Law Review*, vol. 89, 1989, s. 1599, 1607.
52. Ibid.
53. Ibid.
54. Ibid., s. 1612.
55. Ibid., s. 1615.
56. Fred S. McChesney, se not 39 s. 1533.
57. Roberta Romano, "Law as a Product: Some Pieces of the Incorpora-

- tion Puzzle”, *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 1, 1985, s. 225.
58. Christian Timmermans, ”Methods and Tools for Integration in European Business Law” i Richard M. Buxbaum, Gerard Hertig, Alain Hirsch och Klaus J. Hopt, red., *Integration Through Law: Europe and the American Federal Experience*, s. 129, 132–133. Walter de Gruyter, Berlin, 1988.
 59. Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law*, manuskript, 15 mars 1992, s. 42.
 60. De två mest kända exemplen är utköpet av RJR Nabisco, där priset på RJR Nabiscos obligationer sjönk med 20 procent efter att företagsledningen meddelat att de övervägde ett utköp av bolaget, och den finansiella omstruktureringen av Colt Industries, där värdet på Colts aktier föll med 20 procent efter att företagsledningen meddelat att 1,4 miljarder dollar i aktier skulle bytas ut mot lån.
 61. Richard Clemens, ”Poison Debt: The New Takeover Defense”, *Business Lawyer*, vol. 42, 1987, s. 747; Frederic Hertzberg, ”Poison Put Bonds are Latest Weapon in Companies Anti-Takeover Strategy”, *Wall Street Journal*, 13 februari 1986, s. 5.
 62. John C. Coffee Jr, ”The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role”, *Columbia Law Review*, vol. 89, 1989, s. 1618, 1640–1641.
 63. Ibid.
 64. Ibid.
 65. Ibid., s. 1637.
 66. 138 U.S. 417, år 1891.
 67. John C. Coffee Jr, se not 62, s. 1636.
 68. Se Jonathan R. Macey, ”Takeover Defense Tactics and Legal Scholarship: Market Forces Versus the Policymaker’s Dilemma”, *Yale Law Journal*, vol. 96, 1986, s. 342; Jonathan R. Macey, ”Courts and Corporations”, *Columbia Law Review*, vol. 89, 1989, s. 1692.
 69. Se *Model Business Corporations Act, Official Text With Official Comments and Statutory Cross References*, s. 225. Prentice Hall Law & Business, Englewood Cliffs, New Jersey, 1991.
 70. Kumulativ röstning är ett system som skapats för att öka minoritetsägarnas förståelse att uppnå representation i ett aktiebolags styrelse. Kumulativ röstning åstadkommer detta genom att tillåta varje aktieägare att avge ett totalt antal röster motsvarande det antal aktier han äger multiplicerat med det antal styrelseledamöter som skall väljas. Kumulativ röstning ökar minoritetsaktieägarnas möjlighet att utse styrelseledamöter genom att låta varje aktieägare lägga samtliga sina röster på en eller ett fåtal styrelseledamöter. Genom att minska antalet styrelseledamöter som skall väljas vid varje val, reduceras effektiviteten i ett system med kumulativ röst-

- ning genom att det totala antalet röster som minoritetsaktieägarna kan lägga vid varje val reduceras.
71. Frank H. Easterbrook, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, vol. 74, 1984, s. 650, 652–653.
 72. U.S. Securities and Exchange Commission, *Two-Tier Tender Offer Pricing and Non-Tender Offer Purchase Programs*. Securities and Exchanges Commission Monograph, 1984.
 73. Exemplet är taget från William J. Carney, "Shareholder Coordination Costs, Shark Repellents, and Takeout Mergers: The Case Against Fiduciary Duties", *American Bar Foundation Research Journal*, 1983, s. 341, 350–352.
 74. A får 35 dollar om B säljer därför att om ett offentligt bud övertecknats, får varje aktieägare, i enlighet med amerikansk lag, sina aktier köpta på pro rata-basis. Följaktligen får A och B i det här exemplet sälja 25 aktier var till priset 40 dollar och 25 aktier var vid fusionen för 30 dollar. Om båda säljer resulterar detta i ett vägt pris på 35 dollar per aktie till vardera aktieägaren.
 75. John C. Coffee Jr, se not 62, s. 1653.
 76. En liknande praxis, känd som ett stilleståndsavtal ("standstill agreement"), fryser en aktieägars anspråk vid en viss nivå på aktieinnehavet. Denna praxis är analytiskt likvärdig med "greenmail". Se Jonathan R. Macey och Fred S. McChesney, "A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail", *Yale Law Journal*, vol. 95, 1985, s. 13, not 1.
 77. *Ibid.*, s. 14.
 78. *Ibid.*, s. 26.
 79. Fred S. McChesney, se not 56, s. 1544.
 80. Harold Demsetz, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 1983, s. 375.
 81. Melvin Eisenberg, "New Modes of Discourse in the Corporate Law Literature", *George Washington Law Review*, vol. 52, 1984, s. 582, 589, 596.
 82. Roberta Romano, se not 59, s. 22.
 83. Richard Posner, "Theories of Economic Regulation", *Bell Journal of Economic & Management Science*, vol. 5, 1974, s. 335, 345.
 84. Roberta Romano, se not 59, s. 1.
 85. Jonathan R. Macey och Geoffrey P. Miller, "Toward an Interest Group Theory of Delaware Corporate Law", *Texas Law Review*, vol. 65, 1987, s. 469.
 86. För en utförlig diskussion av residualanalysmetoden, se Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, Mark L. Mitchell och Jeffrey N. Netter, "Lessons From Financial Economics: Materiality, Reliance, and Extending the Reach of Basic v. Levinson", *Virginia Law Review*, vol. 77, 1991, s. 1017.

87. Roberta Romano, se not 57.
88. Dessa undersökningar, av vilka några är opublicerade, diskuteras utförligt i Jonathan R. Macey och Fred S. McChesney, se not 76.
89. Wayne H. Mikkelson och Richard S. Ruback, *Corporate Investments in Common Stock*, M.I.T. Working Paper, mars 1984, s. 3.
90. Gregg A. Jarrell och Michael Ryngaert, *Securities and Exchange Commission Information Memorandum OCE 84-10 on the Impact of Targeted Share Repurchases on Stock Prices*, 4 september 1984. Securities and Exchange Commission Office of the Chief Economist.
91. Roberta Romano, "The Shareholder Suit, Litigation Without Foundation?", *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 7, 1991, s. 55.
92. Ibid.
93. Detta var temat för Ralph K. Winters Oliver Wendell Holmes-föreläsning vid Harvard Law School, se not 2.
94. Ibid.
95. Ibid.
96. Frank H. Easterbrook och Daniel R. Fischel, se not 13, s. 60.
97. Ibid.
98. Ibid., s 110–112.
99. Den förväntade avkastningen är beräknad genom att summera produkten av varje möjlig vinst med dess sannolikhet. Med 50 procents sannolikhet att få 10 dollar och 50 procents sannolikhet att få 20 dollar, blir följaktligen kalkylen $0,5 \cdot 10 \text{ dollar} + 0,5 \cdot 20 \text{ dollar} = 15 \text{ dollar}$.
100. $0,5 \cdot 40 \text{ dollar} + 0,5 \cdot 0 \text{ dollar} = 20 \text{ dollar}$.
101. Frank H. Easterbrook och Daniel R. Fischel, se not 13, s. 111.
102. William D. Andrews, "The Stockholders Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares", *Harvard Law Review*, vol. 78, 1965, s. 505; Richard W. Jennings, "Trading in Corporate Control", *California Law Review*, vol. 44, 1956, s. 1.
103. Frank H. Easterbrook och Daniel R. Fischel, se not 13, s. 126.
104. William A. Klein och John C. Coffee, se not 25, s. 202.
105. Dennasyn på företrädesrätt till aktieteckning återspeglas t.ex. i rättsfallet *Stokes v. Continental Trust Co.*, 186 N.Y. 285, år 1906.
106. Detta exempel förutsätter att företagsledningen kan investera de pengar som nyemissionen ger till ett positivt nuvärde. Allt detta innebär att företaget kan tjäna mer på investeringen än det betalar ut till de nya aktieägarna. De nuvarande aktieägarna tar överskottet, som kommer i form av skillnaden mellan avkastningen på de extra investeringar som finansieras med nyemissionen och företags kapitalkostnad.
107. Detta är välkänt exempel, utvecklat av William A. Klein och

- John C. Coffee, se not 25.
108. Formeln är $12\ 000/0,12 = 100\ 000$.
109. Om vinsten återinvesteras kommer företaget att ha totalt 112 000 dollar investerade. Med 12 procents avkastning, kommer detta att generera 13 440 dollar ($0,12 \cdot 112\ 000$ dollar) i årlig vinst. Om dessa 13 440 dollar förräntas med 12 procent, blir det totala värdet för företaget 112 000 dollar, eller 112 dollar per aktie.
110. Företaget investerar 100 000 dollar till 12 procents ränta för att få en årlig avkastning på 12 000 dollar. Vid en diskontering med 12 procent ger vinsterna ett nuvärde på $12\ 000/0,12 = 100\ 000$. Denna siffra representerar hela företagets nuvärde. Med 893 aktier är varje aktie värd 112 dollar ($100\ 000/893$).
111. Frank H. Easterbrook och Daniel R. Fischel, se not 13, s. 238.
112. Se Lewis D. Salomon och Alan R. Parmliter, *Corporations: Examples and Explanations*, s. 238. Little, Brown, & Co., Boston, Massachusetts, 1992.
113. För en utförligare diskussion, se Frank H. Easterbrook och Daniel R. Fischel, se not 13, s. 239.
114. Model Statutory Close Corporation Supplement Section 40(a) (2), (1), (43).
115. Frank H. Easterbrook och Daniel R. Fischel, se not 13, s. 242.
116. Ibid., s. 242.
117. William A. Klein och John C. Coffee, se not 25, s. 98.
118. Jesse H. Choper, John C. Coffee och John C. Morris, *Cases and Materials on Corporations*, tredje upplagan, s. 28–29. Little, Brown, & Co., Boston, Massachusetts, 1989.
119. Se Jonathan R. Macey, "An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties", *Stetson Law Review*, vol. 21, 1991, s. 23.
120. Se Ronald J. Gibson och Reinier Uraakonan, Investment Companies as Guardians of Shareholders: The Place of the MSIC in the Corporate Governance Debate, Stanford Law School John M. Olin Program in Law and Economics, Working Paper Series nr 94, juni 1992.
121. Ibid., s. 16.
122. Model Business Corporation Act, supra not 69, Section 7.21; se även General Corporation Law of Delaware, Section 160(c).
123. Robert Clark, se not 5, s. 361.
124. Frank H. Easterbrook och Daniel R. Fischel, se not 3, s. 402.
125. Ibid., s. 406.
126. Daniel R. Fischel, "Organized Exchanges and the Regulation of Dual Class Common Stock", *University of Chicago Law Review*, vol. 54, 1987, s. 119, 140.

II
Svensk aktiebolagsrätt
i omvandling
– en kommentar

av

Clas Bergström och Per Samuelsson

1. Inledning

Professor Jonathan R Macey presenterar en *rättsekonomisk* analys av den svenska bolagsrätten. En sådan utgångspunkt innebär i allmänhet att författaren väljer något av följande tre perspektiv för sin analys. Det första är normativt och undersöker med hjälp av ekonomisk analys de principiella behoven av att lagstiftningsvägen reglera hur förhållandet mellan de olika intressenterna i ett aktiebolag skall utformas. Macey's framställning är ett exempel på en sådan normativt inriktad analys.

Det andra perspektivet, som även det kommer till uttryck i Macey's analys, syftar till att utröna lagstiftningens ekonomiska effekter. Exempelvis kan frågan gälla hur likabehandlingsprincipen i aktiebolagslagen, eller hur införandet av en erbjudandeplikt i bolagsordningen, påverkar börsvärdet på ett företag och det allmänna investeringsklimatet på kapitalmarknaden.

Ett tredje perspektiv innebär ett försök att förutsäga vilken bolagsrätt som kommer att stiftas eller att förklara varför man har stannat för den ena eller den andra specifika juridiska lösningen; varför har man t.ex. ansett att tiden nu är mogen för att avskaffa systemet med bundna aktier i vårt land (se SOU 1992:13)? Detta område är en tillämpning av den s.k. public choice skolan.

En kommentar till den omvandling av svensk bolagsrätt som föreslås av Macey kan utformas på olika sätt. En möjlighet vore att ta fasta på de konkreta förslag till reformer som Macey föreslår, t.ex. sloandet av reglerna om

företrädesrätt vid nyemission av aktier. Ett sådant angreppssätt skulle emellertid skymma den mer principiellt intressanta frågan om det verkligen finns ett behov av att lagstiftningsvägen sätta upp regler för samarbete i aktiebolagsform, eller om avtalsfrihet skall gälla inom aktiebolagsrätten. Enligt Macey bör nämligen aktiebolagslagen utformas dispositivt och inte tvingande. Våra kommentarer tar särskilt fasta på denna huvudpunkt. Däremot går vi inte i detalj igenom alla de exempel han anför för att styrka sin tes eller de konkreta reformförslag som framförs. Härutöver diskuterar vi utsikterna att införa en dispositiv lagstiftning mot bakgrund av den harmonisering som pågår mellan svensk bolagsrätt och förekommande EG-direktiv.

Vår kommentar är upplagd på följande sätt. Nästa avsnitt beskriver helt kort några av milstolparna i den svenska rättsutvecklingen på aktiebolagsrättens område. Vi vill särskilt lyfta fram några av de övergripande skäl som åberopats i samband med de två senaste reformerna från 1944 och 1975. Därefter beskriver vi i avsnitt tre de motiv som ligger bakom det omfattande nätverk av regler för aktiebolaget som lagstiftaren har känt sig nödsakad att bygga upp för att tillgodose dessa ändamål. I avsnitt fyra antar vi att det inte finns någon aktiebolagslagstiftning alls och frågar oss dels vilka effekter detta skulle få på bolagens möjligheter att anskaffa riskkapital, dels om detta innebär en ökad rättsosäkerhet med alla de nackdelar detta för med sig.

En kritisk granskning av förutsättningarna för Macey's analys genomförs i avsnitt fem. Vår slutsats är densamma som Macey's, nämligen att avtalsfrihet kan gälla inom aktiebolagsrätten. Vilken funktion har då lagstiftningen om aktiebolag? Den mest radikala slutsatsen är att lagstiftning på detta område kan undvaras och att varje företag bör ges valfrihet att själv utforma sin egen bolagsordning. I avsnitt sex redogör vi för varför en dispositiv regim har stora fördelar framför ingen lagstiftning alls. Men att fö-

respråka att en tvingande lagstiftning skall ersättas av en dispositiv är något som förefaller närmast otänkbart mot bakgrund av den beredskap som hittills visats från svensk sida vad gäller EG-anpassning. I avsnitt 6 tar vi därför också upp frågan om en omvandling av den svenska aktiebolagsrätten är förenlig med ambitionen att skapa en gemensam bolagsrätt för EG. I ett sista avsnitt sammanfattar vi helt kort våra slutsatser.

2. *Den svenska aktiebolagsrättens framväxt*

Ett aktiebolag är en sammanslutning av kapitalinsatser där delägarna inte har någon personlig ansvarighet för bolagets skulder. Delägarnas, eller aktieägarnas, risktagande är begränsat till den ursprungliga kapitalinsatsen. I allmänhet anses den personliga ansvarsfriheten vara ett så stort privilegium att delägarna får tåla en stor mängd lagregler som både är kostsamma och obekväma. Denna åsikt framför t.ex. Rodhe i sin klassiska lärobok i aktiebolagsrätt. Tvingande lagstiftning är alltså priset för ansvarsfriheten.

Associationsformen reglerades inte i svensk lag förrän år 1848, men redan innan dess fanns aktiebolag utan personlig ansvarighet för delägarna. 1815 års lagkommitté berörde dessa aktiebolag och man ansåg att "allmänna säkerheten fordra" lagstiftningsåtgärder. Denna uppmaning hör sammades inte förrän trettio år senare. Redan det första lagstiftningsinitiativet var således grundat på erfarenheter av missbruk och oegentligheter av associationsformen.

1848 års aktiebolagslag innebar att bolagsordningar skulle stadfästas av konungen efter en genomförd prövning av affärsprojektets samhällsnytta. Stadfästelsen gav primärt två rättigheter, nämligen frihet från personligt ansvar för aktieägarna och rätt till "årsstämmning å borgenär"; ett skuldregleringsförfarande som var knutet till dåtidens konkurslagstiftning. Formellt rädde alltså en betydande avtalsfrihet vad gällde bolagets interna förhål-

landen, men erhöills ingen stadfästelse fanns det heller ingen frihet från personligt ansvar. Först med 1895 års lag övergick man till det s.k. normativsystemet som innebar att bolagsordningens laglighet stod i centrum för bedömningen och inte bolagets samhällsnytta som i det äldre systemet. Nästa reform av aktiebolagslagen skedde genom 1910 års lagstiftning som var starkt präglad av tysk rätt. För första gången infördes regelrätta minoritetsskyddsregler i svensk rätt, alltså regler som inte bara i teknisk mening kunde användas för detta syfte, utan vars uttalade ändamål var att tillgodose minoritetsskyddsintressen.

Den enskilda faktor som mer än andra påverkat utformningen av den aktiebolagslag vi har i dag är omfattande bolagsfallisse-mang. Alltsedan det franska Missisippibolaget och det engelska Söderhavskompaniet gick överstyr på 1700-talet har statsmakterna fruktat en upp-repning och försökt att motverka detta genom lagstiftning. Sveriges första riktigt djupgående erfarenhet av detta slag kom med Kreuger-kraschen i början av 1930-talet. Denna krasch medförde stora skadeverkningar som även kändes långt utanför landets gränser. Brister i den gällande aktiebolagslagen (1910 års lag) blottlades och de förarbeten till en ny aktiebolagslag som inleddes redan år 1933 kom i hög grad att påverkas av dessa brister. Det som betonades hade främst att göra med alltför låga krav på informationsplikt rörande bolagets ekonomiska förhållanden. Även den invecklade koncernstrukturen i Kreuger-bolagen väckte betänkligheter. Utredningarna menade sig kunna visa att en annorlunda utformad lagstiftning hade kunnat hindra eller åtminstone försvåra missbruk av det slag som uppdagats.

Utan tvekan spelade Kreuger-kraschen och det svenska moderbolaget Kreuger & Tolls konkurs en avgörande roll för utformningen av 1944 års aktiebolagslag. Lagen blev mycket omfattande och var bitvis utomordentligt utförlig och detaljerad. Den nu gällande lagen, som genom-

fördes år 1975, reducerade till stor del detaljrikedomen i 1944 års lag. Tydligt insåg man att 1944 års lag gått för långt i sin formalism utan att de intressen lagen ville skydda genom dessa åtgärder i realiteten hade gynnats i motsvarande mån.

Utvecklingen har emellertid inte gått språngvis. Varje större aktiebolagsreform (1895, 1910, 1944 och 1975) har efter hand kompletterats och ändrats på olika delområden. Inte minst gäller detta vår nu gällande aktiebolagslag som byggts på med lagstiftning om styrelserepresentation för anställda, regler om riktade emissioner i börsbolag m.m. Däremot kan man knappast påstå att utvecklingen mellan 1895 och 1975 präglats av radikala initiativ och experimentlusta. Kännetecknande är snarare att lagstiftaren koncentrerat sig på tekniska detaljer och därefter regelbundna moderniseringar, dvs. en gradvis och försiktig anpassning i efterhand till företagets och näringslivets önskemål och behov.

Ett av huvudsyftena med lagstiftningsarbetet inför 1975 års ABL var att uppnå nordisk rättslikhet. I flera avseenden uppnåddes detta, men samtidigt kritiserades ambitionen inte minst från näringslivshåll eftersom man menade att de strukturella skillnaderna mellan de nordiska länderna var så stora att detta också borde återspeglas i lagens tekniska utformning. Från departementshåll kritiserades betänkandet (SOU 1971:15) för att det med tystnad förbigått den tidens stora fråga, nämligen ägarförhållandena, eller mer konkret de anställdas medinflytande i bolaget. Det sägs i propositionen till 1975 års lag (1975:103 s 197) att "förslaget därför liksom gällande lag ger ett verklighetsfrämmande och föråldrat intryck". I avvaktan på en mer genomgripande omläggning till ett system för "ekonomisk och industriell demokrati", ansåg man emellertid inte att det fanns någon anledning att avstå från att genomföra de tekniska och praktiska förändringar som utredningen förordade.

Nu får man naturligtvis vara försiktig med att tillskriva

sådana svepande uttalanden större vikt än de förtjänar, men de visar ändå på att det var de stora frågornas lösning man var ute efter vid tidpunkten för lagreformen och man ägnade inte särskilt stort engagemang åt att tänka igenom lagstiftningens ändamål vid sidan av de nämnda demokratiseringssträvandena.

Det är svårt att urskilja något övergripande synsätt som påverkat lagstiftningsarbetet, möjligen bortsett från att grundläggande rättviseföreställningar får ett konkret uttryck i bland annat minoritetsskyddsreglerna. Dessa allmänna värden var och är i hög grad gemensamma för hela samhället och är inte unika för bolagsrätten. De tillför därför ingenting specifikt vid tolkning och tillämpning av aktiebolagslagen.

Utöver dämpandet av den formalism som präglade 1944 års lag, fanns det angelägna reformbehov som rörde bolagens finansieringsformer. Redan 1973 lättades lagen upp på vissa punkter med anledning av dessa behov. Samtidigt skärptes redovisningsreglerna och kontrollen av att bolagskapitalet betalats in. Dessa och liknande reformer rymmer givetvis också ett idéhistoriskt stoff för den som vill företa en grundligare analys hur man vid tiden för lagens genomförande såg på aktiebolagsformen. Det är emellertid inte möjligt att inom ramen för denna framställning i detalj analysera enskilda frågor för att spåra vilka ändamål som i varje enskilt fall varit styrande. I stället nöjer vi oss med konstaterandet att 1944 års lag var en överreaktion framkallad av de händelser som uppdagades på 1930-talet i vårt land, men också på andra håll i världen. Vidare är 1975 års lag till största delen en teknisk modernisering och liberalisering av 1944 års aktiebolagslag som ännu inte är avslutad utan kommer förmodligen att fortsättas av den nu arbetande Aktiebolagskommittén.

3. Lagstiftning och skyddsbehov

Inledning

Av förarbeten och lagstiftningsinitiativ på det bolagsrättsliga området kan man utläsa att det finns vissa huvudproblem som lagstiftaren ansett bör bli föremål för reglering. En sammanfattning av lagstiftarens syn på huvudproblemen med aktiebolagsformen kan hämtas från motiven till 1944 års lag:

”Vid reformeringen av aktiebolagsrätten har man därför ej endast att söka på ett effektivare, mot nutida förhållanden bättre svarande sätt utforma de normer, som förut uppställts till skydd för dem, vilkas intressen efter vad erfarenheten visat äro särskilt utsatta för de med aktiebolagsväsendet förbundna ekonomiska riskerna, den aktietecknande eller aktieköpande allmänheten, aktieägarminoriteter, aktiebolagets borgenärer m.fl. De nya problem utvecklingen t.ex. till följd av koncernväsendet medfört måste påkalla en mer eller mindre omfattande ny reglering.” *SOU 1941:9 s 3*

De intressen som uppställs vid sidan av dem som nämns i citatet är aktiebolagsväsendets betydelse för ”folkförsörjningen”, eftersom de flesta anställda arbetade i aktiebolag. Till detta kommer så statens ”fiskaliska hänsyn”, som uttrycket löd.

De problem som omnämns i citatet har i stort sett sam-

ma aktualitet för 1975 års lag. En uppmärksammas fråga är vidare att tillräcklig information ges i samband med bolagsbildning, kapitalökning samt fortlöpande rörande bolagets ekonomiska ställning. Ifråga om förhållandet mellan majoritet och minoritet innehåller lagen t.ex. minoritetsskyddsregler som kräver viss röstmajoritet vid bolagsordningsändringar och en generell regel som avser att förhindra otillbörliga förfaranden som strider mot likabehandlingsprincipen. I detta sammanhang finns också anledning att ta upp den lojalitetsplikt som åvilar ledningen i aktiebolag. Ett annat problem är hur bolagets lån- och kreditgivare ("borgenärer") skall kunna bevaka och genomdriva sin rätt. Lagen innehåller för detta ändamål borgenärsskyddsregler som avser att hindra aktieägarna från att föra över tillgångar i större utsträckning eller i annan ordning än som t.ex. följer av bestämmelserna om vinstutdelning.

Dessa problem anses gälla alla aktiebolag oberoende av om de är börsbolag eller små fåmansbolag; i lagstiftningen görs ju ingen skillnad mellan olika bolag i dessa avseenden (jfr dock delbetänkandet från Aktiebolagskommittén, SOU 1992:83). Detta är naturligtvis en utgångspunkt som i sig allvarligt försvårar möjligheterna att skapa en fungerande aktiebolagsrätt. När vi i det följande diskuterar dessa problem, ser vi dem därför i första hand ur börsbolagens synvinkel.

Informationsplikt

Ett övergripande syfte med informationsreglerna i bolagsrätten är dels att skydda investerare från felaktig och missvisande information om företagen, dels att tillräcklig information skall ges i samband med bolagsbildning, kapitalökning samt fortlöpande rörande dess ekonomiska ställning. Merparten av de lämnade uppgifterna granskas dessutom av revisorer enligt de regler som finns i ak-

tiebolags- och redovisningslagstiftningen.

Informationsproblemen är särskilt uppmärksammade vad gäller börsbolagen eftersom prisbildningens effektivitet är beroende av informationsflödet från bolagen. Samma vikt har inte informationsgivning från fåmansbolag. I detta fall finns det således ingen anledning att ställa samma krav på alla aktiebolag. Regelstrukturen är i praktiken heller inte så entydig att man enbart kan hänvisa till vissa stadganden i aktiebolagslagen för att beskriva informationskraven. Där finner man t.ex. regler om årsredovisning, delårsrapport m.m., men ingenting om skyldigheten att informera aktieägare om enstaka händelser av stor betydelse för bolagets ställning i ekonomiskt hänseende. Sådana regler finns däremot för börsbolagen genom bestämmelser i börsens inregistreringskontrakt.

Det grundläggande antagandet bakom informationsplikten för börsbolag är att informationsmängden kan ökas genom lagstiftning och att denna information annars inte kommer den aktieköpande allmänheten till del. Dessutom förmodas de uppgifter som offentliggörs i högre grad utföras korrekt om det finns sanktionsregler mot spridandet av falsk eller missvisande information. En annan faktor av betydelse är att informationsplikten anses vara utslagsgivande när det gäller att upprätthålla allmänhetens förtroende för aktiemarknaden. Tanken är i detta fall att alla som placerar pengar i aktier skall ha tillgång till samma information samtidigt. Man eftersträvar att alla skall delta på marknaden på lika villkor och att alla skall ha samma möjligheter att göra goda affärer. Utan att gå in i detalj på dessa argument, kan det påpekas att lagstiftaren eftersträvar vad amerikanska lagstiftare benämner "equal opportunity", dvs. att alla placerare skall beredas samma möjligheter att få del av information från företagen.

Borgenärsskydd

Det aktiekapital ett bolag har utgör underlag för bedömningar av bolagets kreditvärdighet. Det är givetvis så att vad som är en dokumenterad tillgång ena dagen kan vara borta dagen efter. Lagstiftaren har därför sett som sin uppgift att skapa garantier för att behållningen i bolaget aldrig sjunker under en viss minsta gräns. Det finns därför lagregler som syftar till att hindra detta. Alla tillgångar kan förstås också försvinna legitimt genom att rörelsen helt enkelt inte bär sig. Detta kan lagstiftare inte göra mycket åt. Vad man i stället tagit sikte på är de fall kapital lämnar bolaget utan vederlag. Två typer av utbetalningar kan då tänkas, nämligen sådana som sker till aktieägare och sådana som sker till utomstående.

Vad gäller hinder mot alltför långtgående rörelseförluster finns två parallella regler. Det finns en straffrättslig regel som medför att den som driver ett aktiebolag på ett så vårdslöst sätt att borgenärernas ställning allvarligt försämras, kan dömas för vårdslöshet mot borgenär enligt 11 kap 3 § brottsbalken. Parallellt med detta straffbud finns det en regel i 13 kap 2 § aktiebolagslagen som stadgar att om ett aktiebolags eget kapital understiger en viss minsta gräns skall det träda i likvidation och därefter upplösas.

Värden kan också gå förlorade för bolaget genom att de återförs till aktieägarna utan att de erlägger motsvarande vederlag. Det finns en lång rad jämförelsevis komplicerade bestämmelser som syftar till att hantera detta specifika problem, nämligen regler om:

1. Vinstutdelning,
2. Utbetalning vid nedsättning av aktiekapitalet eller reservfonden,
3. Utskiftning när bolaget träder i likvidation
4. Förbud mot förvärv av egna aktier,
5. Förbud mot att låna ut bolagsmedel till närstående.

Alla dessa regler påverkar aktieägarnas möjligheter att överföra medel till sig själva. I samtliga fall finns detaljerade regler som avser att ge borgenärerna skydd mot en urholkning av bolagets egna kapital.

Minoritetsskydd

Om det inte går att finna en samlande målsättning bakom aktiebolagslagstiftningen, går det ändå att finna principiella överväganden på enskilda delområden. Det kan därför vara av värde att närmare ta upp ett sådant delområde som också har nära anknytning till den analys som presenteras av Macey. I motiven till den nu gällande aktiebolagslagen finns ett avsnitt som helt kort sammanfattar lagstiftarens syn på minoritetsskyddsproblemet:

”Aktiebolagslagen vilar på den principen att bestämmanderätten i bolaget tillkommer den eller dem som har majoriteten av rösterna. Därmed uppkommer frågan hur minoriteten skall kunna beredas skydd mot maktmissbruk från majoritetens sida.” *Prop 1975:103 s 245*

Makten i ett aktiebolag vilar således på majoritetsprincipen; den som har röstmajoritet har också bestämmanderätt. För att motverka att majoriteten missbrukar sin makt har lagstiftaren infört olika former av tvingande inskränkningar i majoritetens handlingsfrihet. Anledningen till att dessa minoritetsskyddsregler införts, är att majoriteten i annat fall anses kunna fatta beslut som är direkt skadliga för minoriteten.

Enskilda fall av missbruk har haft stor betydelse för rättsutvecklingen på detta område. Likafullt är ett ofta åberopat motiv för att lagstifta förknippat med antagandet att placerare kommer att avstå från att satsa kapital i aktiebolag om det saknas skyddsregler av olika slag. 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 det 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 vara ett av de mer komplicerade problemen i bolagsrätten.

Minoritetsskyddsreglerna utgör ingen systematisk avgränsad del av aktiebolagslagen; det finns t.ex. inget kapitel i lagen med en sådan rubrik. I stället kan de mest skilda regler få denna skyddsfunktion i det enskilda fallet. Snart sagt alla regler som på ett eller annat sätt fördelar rättigheter och skyldigheter har en potentiell tillämpning som minoritetsskyddsregler. Bestämmelserna om att aktier som huvudregel är fritt överlåtbara kan t.ex. mycket väl definieras som en minoritetsskyddsregel, men det är inte hela förklaringen till regelns existens. Huvudorsaken är snarare att delägare i aktiebolag inte kan utträda ur bolaget. Det måste därför finnas andra vägar att frigöra sig från sitt engagemang. Principen om fri överlåtbarhet är därför viktig.

När det bolagsrättsliga minoritetsskyddet skall beskrivas är det lämpligt att välja ut något enskilt centralt moment. Rösträtsreglerna är det område som är något av ryggraden i minoritetsskyddet. En annan viktig regel är att alla aktier enligt aktiebolagslagen 3 kap 1 § har lika rätt i bolaget om inte annat framgår av lag eller bolagsordning. Det finns andra regler som implicit säger samma sak, t.ex. frågerätten i 9 kap 12 §.

Ett annat, mer generellt verkande skydd, är knutet till den s.k. likabehandlingsprincipen. Det är en princip som inte följer av något uttryckligt stadgande i lagen, utan i stället anses följa av den aktiebolagsrättsliga generalklausulen i 9 kap 16 §. Bestämmelsen är kortfattad och har följande lydelse:

”Bolagsstämma får ej fatta beslut, som är ägnat att bereda otillbörlig fördel åt aktieägare eller annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare.”

En pendang till denna regel finns i 8 kap 13 § som på motsvarande sätt förbjuder styrelsen eller annan ställföreträdare, t.ex. en verkställande direktör, att företa åtgärder som är ägnade att ge någon otillbörliga fördelar. Båda dessa regler ger uttryck för att alla aktieägare skall behandlas lika i materiellt hänseende. I sin tur anses detta fånga en grundläggande princip som har giltighet inom hela aktiebolagsrätten. Enligt Kedner-Roos kan man uttrycka saken så att reglerna ålägger bolagsorganen en skyldighet att agera lojalt gentemot minoriteten.

Likabehandlingsprincipen kan emellertid inte åberopas i alla situationer; det krävs att beslutet (eller åtgärden) är otillbörlig. I vissa fall kan därför beslut fattas som missgynnar någon aktieägare utan att det kan motverkas med hänvisning till likabehandlingsprincipen. En riktad nyemission av aktier till en utomstående innebär t.ex. att de befintliga aktieägarna inte ges någon företrädesrätt, men denna avvikelse behöver inte vara till nackdel för aktieägarna utan kan tvärtom vara välmotiverad, t.ex. därför att man vill att anställda nyckelpersoner skall stimuleras genom ett aktieäggande. Ett annat exempel på detta är att majoriteten alltid har rätt att utse styrelse och därmed verkställande direktör.

Begreppet otillbörlig lämpar sig inte särskilt väl för en abstrakt analys, skild från faktiska omständigheter i ett konkret fall. Innebörden av begreppet är således osäker och därmed också dess skyddsvärde. I den juridiska diskussionen tvistar man t.ex. om huruvida likhetsprincipen skall vika för en åtgärd som är ”företagsekonomiskt riktig och försvarlig”. En sådan formulering finns nämligen i förarbetena till lagen. Enligt Rodhe innebär detta uttryck emellertid detsamma som att en god affär gör att man kan ”glömma likhetsprincipen”. Pehrson är å andra sidan en

författare som menar att man kan följa förarbetena i detta avseende. Med tanke på den starka ställning förarbeten spelar vid tolkningen av svensk rätt kan det inte uteslutas att otillbörlighetsrekvisitet skall tolkas på det sätt som förrespråkas av Pehrson.

Lojalitetsplikt

Uppdelningen mellan ägande och ledning är kännetecknande för börsföretagen oavsett hur ägarstrukturen ser ut. Denna funktionsfördelning är visserligen både effektiv och rationell, men den är inte problemfri. Ägarna och tjänstemännen i företagsledande ställning har exempelvis inte alltid samma syn på företagets kostnader. Ledningen kan, medvetet eller omedvetet, komma att fatta beslut som främjar deras personliga välfärd snarare än de mål som företagets ägare uttryckligen har formulerat, eller som implicit står att finna i aktiebolagskonstruktionen, nämligen vinstmaximering.

Låt oss först betrakta hur lagstiftaren försöker komma till rätta med detta problem. En viktig utgångspunkt är att företagets styrelse innehar en avgörande kontrollfunktion i förhållande till den verkställande direktören. Styrelsen kan genom strategisk planering och kontinuerlig tillsyn reducera flera av de övervakningsproblem som berörts ovan. I övrigt består de aktiebolagsrättsliga bidragen i stort sett av olika kontrollinstrument till skydd för aktieägare och borgenärer, t.ex. kravet på auktoriserad revisor och informationsplikt i form av regelbunden redovisning av bolagets ekonomiska läge. Om dessa möjligheter skall kunna utnyttjas på ett effektivt sätt i övervakningssyfte krävs omfattande insatser av aktieägarna.

Ovan berörde vi den bolagsrättsliga likabehandlingsprincipen som kommer till uttryck i ABL 9 kap 16 §. Ifråga om styrelsens och den verkställande direktörens lojalitetsplikt finns det en liknande regel, nämligen i 8 kap 13 §

1 st. Bestämmelsen lyder på följande sätt:

”Styrelsen eller annan ställföreträdare för bolaget får ej företaga rättshandling eller annan åtgärd som är ägnad att bereda otillbörlig fördel åt aktieägare eller annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare”

Regeln innebär att åtgärden skall ge antingen en aktieägare eller en bolaget utomstående en fördel, samt att den nackdel som den gynnande och otillbörliga åtgärden skapar skall drabba antingen bolaget eller en annan aktieägare. Om en handling företas i strid mot bestämmelsen kan den enligt aktiebolagslagen 8 kap 14 § inte göras gällande mot bolaget om motparten insåg eller borde ha insett att just denna bestämmelse överskreds.

4. *Analys av skyddsbehoven*

Inledning

De framgångar som rättsekonomin erfarit rörande forskning om aktiebolaget kan till stor del förklaras av den snabba utvecklingen av teorin om företaget. Företagets beteende och interna organisation har länge varit negligerat av nationalekonomin. Den analytiska beskrivningen var tidigare begränsad till enkla modeller av företagets produktion. I dag har ekonomer vidgat denna snäva syn och utvecklat ett mer kontraktsteoretiskt synsätt, där företaget beskrivs som en uppsättning kontrakt mellan olika partsintressen. Det är med ledning av dessa forskningsrön vi griper oss an genomgången av de skydds- och informationsproblem som lagstiftaren strävar efter att lösa.

Intressant nog finns det stora likheter i fråga om vilka problem som juridisk och ekonomisk vetenskap menar är förknippade med aktiebolagsformen. Exempelvis kan en närmare precisering av de problem lagstiftaren försökt lösa genom regler om minoritetsskydd erhållas med hjälp av den s.k. principal-agent teorin, en av hörnstenarna i modern ekonomisk företagsteori. Den gemensamma nämnaren för denna analys är att de olika aktörerna på kapitalmarknaden inte har samma information om ett företags framtidsutsikter och dessutom har olika möjligheter att övervaka verksamheten. Fyra problem med associationsformen framstår mot denna bakgrund som centrala.

Det första problemet har att göra med att företagsledningen, eller en dominerande ägare, har bättre information om företagets framtidsutsikter än aktieägare eller kreditgivare. Både potentiella aktieägare och kreditgivare måste göra en utvärdering av bolaget innan de tillskjuter risk- eller lånekapital. Detta skapar incitament att utnyttja informationsövertaget för egen vinning.

De övriga tre problemen uppkommer på grund av bristande övervakningsmöjligheter efter det att kapitalet är placerat. Så är fallet vid kreditgivning. Det faktum att aktieägare inte har något personligt ansvar för bolagets skulder ökar risken för att långivare aldrig får tillbaka sitt utlånade kapital. Begränsat ansvar kan också leda till att aktieägarna på långivarnas bekostnad kan dra fördel av att företaget väljer mer riskfyllda projekt än vad man från början talat om. Frestelsen att öka risktagandet tilltar i proportion till den andel som finansieras med lån.

Ett annat övervakningsproblem utgår från relationen mellan en kontrollaktieägare och minoritetsaktieägarna. Kontrollägaren kan bereda sig fördelar på minoritetens bekostnad genom att ta ut förmåner från företaget på de övriga aktieägarnas bekostnad. Detta kan te sig attraktivt eftersom han inte bär den totala (direkta) kostnaden för dessa förmåner. Han kan också utnyttja sin maktställning till transferprissättning på gynnsamma villkor för leveranser från företaget till ett annat bolag han äger.

Slutligen kan övervakningsproblem med aktiebolagsformen uppstå då man i stora företag utser en professionell företagsledning utan egna aktieinnehav av betydelse att fatta beslut, medan aktieägare bidrar med kapital och risktagande. Fördelarna med denna arbetsfördelning måste ställas mot risken att ledningen, som inte bär de fulla konsekvenserna på företagsvärdet av de beslut som fattas, kan låta sig vägledas av andra intressen än de som ägarna representerar.

Med alla dessa allvarliga och till synes svårhanterliga problem kan det tyckas egendomligt att aktiebolaget ändå

visat sig vara en så livskraftig institution i marknadsekonomin. Beror detta på det omfattande nätverk som lagstiftaren byggt upp för att mildra dessa problem, eller reduceras problemen genom marknadernas funktionssätt och genom privata avtal mellan aktiebolagets intressenter i sådan utsträckning att kapitalförsörjningen tryggas?

I det följande antar vi att det inte finns någon lagstiftning överhuvudtaget om aktiebolag, men att personlig ansvarsfrihet för aktieägare ändå har etablerats som en sedvana eller konvention i samhället, ungefär på samma sätt som skedde innan vi fick en lagstiftning som reglerade förutsättningarna för denna ansvarsfrihet. Företaget har därför frihet att välja vilken information man skall ge till marknaden, att avtala med långivarna på det sätt man önskar och att skriva den bolagsordning som reglerar aktieägarnas förhållande till varandra och till företagsledningen som man finner lämplig. Vi antar således att fullständig avtalsfrihet råder.

Kommer avsaknaden av aktiebolagsrättsliga skyddsregler att försvåra bolagets kapitalförsörjning och innebära en ökad risk för rättsförluster för alla inblandade i bolagsengagemang? Låt oss diskutera de olika ”skyddsbehoven” i tur och ordning.

Informationskrav

Ett företag med ett bra projekt vill skilja ut sig från företag med ett mediokra projekt (eller från företag som saknar projekt). Det bästa sättet att erhålla finansiering för ett projekt är att ge så god information som möjligt, upp till den gräns där kostnaderna för ytterligare informationsgivning (t.ex. kostnaderna att avslöja projektet för konkurrenterna), är högre än fördelarna med ytterligare information. Om ett okänt företag helt enkelt bara skickade ut en inbjudan att teckna aktier utan att informera om projektet skulle placerarna antagligen inte erbjuda sitt

kapital. Projektet skulle bedömas vara för diffust och villkoren för oattraktiva.

Det finns knappast någon motsättning mellan företagets incitament att ge information och placerarnas önskemål om att bli informerade. Om det är värdefullt för placerarna att bli informerade är det lönsamt för företaget att tillhandahålla information. Ju mer information som kan lämnas desto bättre kan marknaden bedöma hur effektivt bolaget är och utifrån detta sätta ett marknadsvärde. Om informationen är bristfällig kommer placerarna att se sig om efter andra alternativ. Om företaget överdriver projektets framtidsutsikter slår detta tillbaka i form av högre kapitalkostnader nästa gång företaget behöver nytt riskvilligt kapital. Dessutom avskräcker både civil- och straffrättsliga sanktionsmöjligheter från alltför vidlyftiga löften.

Kan olika sanktionsregler om informationsplikt åstadkomma någon förbättring? Vi ställer oss tveksamma till detta. Problemet är trots allt inte löst med olika tvingande regler om informationsplikt. Vad frågan handlar om är att placerare måste kunna verifiera de uppgifter de erhåller. Denna möjlighet ökar inte bara för att det finns sanktionerade informationsregler. På företagets eget initiativ kan olika metoder utnyttjas för att öka verifierbarheten i informationsgivningen. En vanlig metod som har använts så länge det har funnits företag och långt innan det fanns lagar som reglerande företagens informationsgivning, är att utnyttja någon utomstående att granska företaget. Anlitande av en revisor som ansvarar för kvalificerad kontroll av många företag ökar informationens trovärdighet. Han eller hon har ett rykte att bevara och därmed starka incitament att göra ett fullgott revisionsarbete. Ett annat sätt att öka trovärdigheten är att företaget använder sig av en mellanhand (investmentbank) som granskar företagets prospekt, satsar pengar i projektet genom att köpa aktier för vidareförsäljning och därmed sätter sitt rykte och sina finansiella tillgångar på spel.

Borgenärsskyddet

Orsaken till att flertalet regler i aktiebolagslagen är tvingande är att lagstiftaren anser att aktieägarnas personliga ansvarsfrihet kräver denna tribut. Ändamålet med reglerna om vinstdelning, nedsättning av aktiekapitalet osv är att skydda fordringsägarna. Likafullt anger Rodhe (1991 s 18–19) följande skäl för tvingande regler:

”Egentligen bör man söka det avgörande syftet med reglerna ett steg längre bort: reglerna måste finnas för bolagets (dvs. aktieägarnas) egen skull, ty utan dessa regler skulle bolaget ha svårt att få kredit. Ju strängare lagstiftningen är mot bolagen, desto lättare blir det för dem att få kredit, och strängheten kommer alltså i längden aktieägarna själva till godo.”

Om det nu ligger i aktieägarnas intresse att avtala med bolagets kreditorer om dessa regler, varför behöver de då införas i lagen? Eftersom aktieägarna har ansvarsfrihet inser långivarna att risken är större och kräver därför kompensation för denna risk i form av en högre ränta. Vid lånefinansiering får därför aktieägarna antingen acceptera högre ränta eller avtala om att ”bolagsförmögenheten verkligen skapas vid bolagets bildande och att den så vitt möjligt inte försvinner ur bolagets verksamhet” och att företaget inte kommer att ge sig in på allt för riskfyllda projekt eller avstå från lönsamma investeringar även om deras marknadsvärde understiger lånekapitalet. Kommer de kreditavtal som ingås i frånvaro av ett i bolagsrätten sanktionerat borgenärsskydd att vara oförmånliga för långivarna?

Minoritetsskyddet

Ett av de grundläggande problemen med aktiebolagsformen berör förhållandet mellan majoriteten och minoriteten. Lagstiftarens slutsats har varit att man bör införa olika former av tvingande inskränkningar i majoritetens handlingsfrihet. Vad skulle effekten bli om det inte fanns någon lagstiftning alls som reglerade minoritetsskyddet?

Om lagstiftningen inte sätter upp några tvingande regler kommer bolagsordningen att utgöra det centrala "avtalsdokumentet" som reglerar aktieägarnas förhållande till varandra. Grundarna av aktiebolaget kan därför fritt bestämma innehållet i bolagsordningen. Samtliga regler kan under sådana förhållanden utformas så att de passar stiftarnas egna önskemål och behov. Låt oss diskutera de tänkbara konsekvenserna av denna frihet. Vi utgår från en situation där ett aktiebolag för första gången skall børsintroducera sina aktier och samtidigt fattat ett beslut om att genomföra en nyemission.

En central slutsats i Macey's analys är att de befintliga aktieägarna tar hänsyn till investerarnas intressen även om någon direkt förhandling knappast förekommer om bolagsordningens innehåll. Antag till exempel att man inför en föreskrift i bolagsordningen som medför kostnader för nytillkommande aktieägare. Givet att dessa aktieägare är medvetna om konsekvenserna av denna stadga är de naturligtvis bara villiga att teckna aktier om priset är lägre jämfört med om bestämmelsen inte fanns. Kostnaden står därför de befintliga aktieägarna för. Det ligger således inte i de befintliga aktieägarnas intresse att införa denna bestämmelse i bolagsordningen om de inte anser att den är värd denna kostnad.

Inför nyemissionen kommer de befintliga aktieägarna att finna det lönsamt att utforma bolagsordningen så att den med hänsyn till kostnaderna för dess upprätthållande är effektiv. Ett konkret exempel anknyter till minoritetsskyddet. De presumtiva nytillkommande aktieägarna

inser att beslutsordningen i bolaget inte kan utformas enligt enhällighetsprincipen och accepterar att principen om enkel majoritet skall utgöra beslutsregel. Detta sker i medvetande om att en majoritet därigenom erhåller makten över minoriteten att bestämma över företagets skötsel.

Den presumtiva minoritetsaktieägaren är också klar över att en majoritetsägare nu eller i framtiden kan fatta beslut som strider mot minoritetens intressen och t.o.m. kan exploatera dess röstmässiga underläge. Det ligger därför i de befintliga aktieägarnas intresse att det finns regler om minoritetsskydd i bolagsordningen. Om minoritetsaktieägarna utlämnas åt majoritetens godtycke skulle det uppfattas som alltför riskfyllt att gå in i minoritetsställning i företaget. Ett svagt minoritetsskydd reducerar nämligen de små aktieägarnas förväntade avkastning, vilket kommer att resultera i ett lägre teckningspris på aktierna. Å andra sidan kan ett för starkt minoritetsskydd underminera företagets 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, det vill säga det som minoritetsaktieägarna efterfrågar, ger därför den lägsta kapitalkostnaden.

Lojalitetsplikt

Macey's rapport, liksom övrig amerikansk forskning om aktiebolag, fokuserar på de problem som uppstår då ägande- och kontrollfunktionerna är separerade. Eftersom ledningen kontrollerar bolagets ekonomiska resurser kan den tänkas gynna sig själv. Alla förvärv – från företagsförvärv i imperiebyggande syfte, till inköp av direktionsjet-

plan som har ett högre värde för ledningen än för aktieägarna – kan gagna ledningens intressen. 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.

Vad finns det då för lösningar på lojalitetsproblemet? Utöver anställningsavtal och kompensationsystem (t.ex. "pilotskolan") finns det också tydliga marknadsmekanismer som verkar återhållande på ledningen. För det första medverkar existensen av en marknad för kontroll över aktiemarknadsbolag till att företagsledningen sköter företagen väl. De som anser att ett företag borde kunna skötas bättre, kan ta över bolaget och avsätta den befintliga ledningen. Övertag kan genomföras både i samförstånd med den existerande ledningen och mot deras vilja. Oberoende av formerna för övertagandet, kan det påverka effektiviteten och förnyelsen inom näringslivet.

För det andra kan marknaden för verkställande direktörer och andra höga chefer – i synnerhet när den är så liten som den svenska – verka disciplinerande när en ledande befattningshavare söker ny anställning. De viktigaste förhållandena rörande hans tidigare prestationer är ofta kända av eller lätt tillgängliga för nyckelpersonerna inom näringslivet. Har vederbörande inte arbetat i linje med rådande normer och värderingar, kan det påverka hans möjligheter att erhålla en befattning av motsvarande slag.

För det tredje kan konkurrensen på den produktmarknad där företaget är aktivt minska övervakningsproblemet. Är vinstutvecklingen svag i ett företag men god hos konkurrenterna kommer det att framkalla en reaktion från ägarnas sida. Om bolaget har monopolställning på varu- eller faktormarknaden fungerar inte denna mekanism.

För det fjärde kan den kontinuerliga bevakning och analys som den finansiella pressen och de professionella analytikerna utövar ha stor betydelse. I deras arbetsuppgifter ingår att företa analyser som ytterst ligger till grund för köp- och säljbeslut. Om det förekommer svaga företagsledningar finns det mycket som talar för att det kommer att uppmärksammas.

Små aktieägare har knappast några incitament att göra egna kvalificerade bedömningar av företagsledningens kompetens och företaget verksamhet. Kostnaderna för sådan övervakning står nämligen inte i proportion till värdet av de effektivitetsförbättring som kan bli följden. Ledningens handlingsutrymme ökar därmed. Den svenska aktiemarknaden kännetecknas emellertid snarast av ett starkt koncentrerat ägande och det är bara ett fåtal företag som saknar dominerande ägare. En stor aktieägare kan förväntas göra betydande kontrollinsatser eftersom hans ekonomiska utbyte av sådan övervakning mycket väl kan överstiga kostnaderna för kontrollaktiviteten. Om ägandet är koncentrerat erhålls alltså en potentiell lösning på övervakningsproblemet. Mot bakgrund av att den absoluta merparten av de svenska börsföretagen har ägare med kontrollposter, förefaller det vara en försiktig slutsats att det vanligtvis också finns ägare som har goda skäl att kontrollera ledning och verksamhetsinriktning.

5. *Bolagsordningen jämställd med kontrakt*

Inledning

Associationsrätten utgör ett särskilt område av civilrätten och de konstituerande dokumenten (stiftelseurkund och bolagsordning) utgör inte en särskild avtalstyp. Det är alltså inte i kontraktsrätten man söker när man vill ha svar på frågor rörande aktiebolag; särdragen är helt enkelt mer framträdande i förhållande till de gemensamma dragen. Macey sällar sig emellertid till en i USA växande grupp inflytelserika forskare, bland dem Easterbrook, Fischel, Posner m.fl., som betraktar bolaget som en särskild avtalstyp och som därigenom kommer på kollisionskurs med traditionella föreställningar om hur bolagsrätten skall utformas.

En gemensam utgångspunkten hos de författare som förespråkar kontraktsteorin är effektivitet. Om parterna frivilligt ingår ett avtal och det saknar "externaliteter" (tredjemanseffekter), kommer effektiva avtal att utformas. Teorin leder förenklat till följande slutsats vad gäller lagstiftningstekniken på aktiebolagsrättens område: eftersom bolagsordningen skall ses som ett kontrakt, saknas det behov av tvingande lagstiftning. Om parterna inte behövde ta hänsyn till någon bolagslagstiftning, skulle de komma fram till effektiva avtal som kanske förhindras av en sådan lagstiftning.

I det följande kommer vi att kritiskt granska förutsättningarna för detta resonemang.

Prissätts innehållet i en bolagsordning?

Effektiva avtal förutsätter att parterna kan göra en korrekt bedömning av avtalsvillkorens för- och nackdelar. Man kan tycka att denna förutsättning ställer stora rationalitetskrav på placerarna. Har en liten aktieägare förmåga eller intresse av att bedöma effekten på aktiekursen av erbjudandeplikt eller någon komplicerad variant av s.k. "poison pills"? På en någorlunda effektiv aktiemarknad är svaret att han inte behöver oro sig på dessa punkter, liksom han inte behöver vara kompetent att göra en utvärdering av ett läkemedelsföretags forsknings- och utvecklingspolitik innan han köper aktier i företaget. Bolagsordningens innehåll, liksom den valda forskningsinriktningen, återspeglas på effektiva marknader i aktiernas pris. Professionella analytiker och placerare med stora aktieinnehav har genomfört bedömningen åt honom.

En fundamental fråga är i vilken utsträckning aktiekurserna kan antas återspegla reglerna i ett företags bolagsordning och egenskaperna hos olika mer eller mindre komplicerade finansiella instrument. Det finns en lång rad vetenskapliga studier som visar att aktiemarknadens förmåga att bearbeta information är betydande. Det finns också en rad studier, bl.a. av DeAngelo och Rice som visar hur förändringar i bolagsordningen har mätbara och förutsägbara effekter på aktiekursen.

Mycket talar således för att bestämmelser i bolagsordningen och olika egenskaper hos finansiella instrument återspeglas i priserna. Detta innebär inte nödvändigtvis att marknaden åstadkommer en perfekt värdering av varje enskild föreskrift i en bolagsordning. Men om det är omöjligt för professionella investerare med förmögenheter som står på spel att genomskåda de reella effekterna av en minoritetsskyddsregel (eller avsaknaden av en sådan), hur skall 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 bättre sätt kan företa utvärderingen.

Men förutsätter inte resonemanget en någorlunda aktiv marknad i företagets aktier? I Sverige är det vanligt med företag som har en dominerande ägare. Aktierna i dessa företag saknar i många fall en aktiv marknad, vilket kan vålla problem för placerarna. Aktiekursen behöver inte nödvändigtvis spegla de informerades värdering av företaget, sannolikheten för konflikter beträffande bolagets utdelningspolitik är större, transaktionskostnaderna är högre och marknaden för företagskontroll utgör inte någon reell övervakningsmekanism. Även om man inte skall förringa dessa problem anser vi att de inte omkullkastar argumenten för avtalsfrihet. Nyttillkommande aktieägare, som frivilligt placerar i dessa företag, anpassar sina avkastningskrav om marknaden är illikvid och företaget har en dominerande ägare. Varje typ av ägarstruktur har sina problem. Då makten innehas av en kontrollaktieägare, och således inte av en företagsledning utan väsentligt aktieinnehav, hamnar makten hos någon som bär en stor del av de kostnader som uppkommer om företaget sköts ineffektivt. Denna omständighet kan åtminstone till vissa delar kompensera för bristande likviditet. Bolagsordningen, likviditeten och ägarstrukturen, är karakteristika som är offentligt tillgängliga. Det förefaller därför åtminstone inte svårare att värdera dessa egenskaper än värdet av ett företags engagemang i exempelvis modern genteknik.

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. Endast om det är möjligt att visa att alla relevanta dimensioner av aktiebolaget, t.ex. innehållet i bolagsordningen, företagets ägarstruktur och aktiens likviditet, inte återspeglas i aktiekursen och att dessutom kursen är systematiskt snedvriden ur placerarnas synvinkel, har regleringsargumentet bärkraft. Det finns inga undersökningar som tyder på att så är fallet.

Ändringar i bolagsordningen

Diskussionen så här långt har handlat om den ursprungliga bolagsordningen och analysen har visat att grundarna av företaget vid detta tillfälle har mycket starka incitament att formulera den bolagsordning som placerarna efterfrågar. Denna hållning bör inte vara kontroversiell vare sig ur ett rättsvetenskapligt eller ett kontraktsteoretiskt perspektiv. Den som går in i ett bolag gör det därför att han samtycker till bolagsordningens innehåll och den fördelning av rättigheter och skyldigheter som kommer till uttryck där. Det är helt klart fråga om en frivillig handling som uppvisar tydliga avtalsrättsliga drag.

Ett kontroversiellt inslag kan däremot eventuellt förknippas med ändringar av bolagsordningen på ett senare stadium, dvs. då en företagsledning eller kontrollaktieägare, efter det att aktieägarna placerat i företaget, föreslår förändringar i bolagsordningen. Är denna möjlighet ett motiv att införa en tvingande lagstiftning som reglerar förändringar i bolagsordningen? Bland amerikanska författare talar man ibland om "latecomer terms" och avser med detta efterföljande ändringar i bolagsordningen. Macey tar upp frågan under rubriken "midstream changes". Ett antal faktorer pekar på att detta verkligen är ett beaktansvärt problem, eller för att citera Easterbrook-Fischel (1991):

"Some of the hardest questions in corporate law concern arrangements that are adopted or changed after the firm is under way and the capital has been raised."

Det är skillnad mellan att införa en bolagsordningsbestämmelse i samband med att ett företag skall genomföra en nyemission vid en börsintroduktion (eller i samband med stiftandet) och att införa samma bestämmelse senare. Antag att entreprenör A, som hittills drivit sitt företag som fåmansbolag, nu vill vända sig till aktiemarknaden

för att få mer riskkapital. A presenterar en bolagsordning som innehåller en bestämmelse som är till nackdel för minoritetsaktieägare. Om bestämmelsen reducerar aktiernas värde med 10 kr kommer de nytillkommande aktieägarna att kräva motsvarande rabatt vid aktieteckningen. Entreprenören får därför bära den fulla kostnaden av den oförmånliga bestämmelsen. Om samma bestämmelse införs senare är detta resultat inte lika troligt.

Förändringar i bolagsordningen föreslås vanligen av bolagets ledning och det måste ske en omröstning om förslaget skall bifallas. 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.

Kritikerna menar att en aktieägare utan inflytande har små eller inga möjligheter att förhindra ändringar i bolagsordningen som är till hans nackdel. Om den bolagsrättsliga kontraktsteorin skall ha någon giltighet måste det vara fråga om frivilliga handlingar som utgör grunden för avtalsbindningen och därmed också för alla efterföljande ändringar av de villkor som gällde vid avtalets ingående. Även Macey är medveten om problemen och menar att det krävs en ingående analys för att avgöra hurvida en förändring gagnar aktieägarna eller är motiverad av att företagsledningen har avvikande mål. Den enskilde aktieägaren med ett litet aktieinnehav har måttliga incitament att utöva denna rättighet på bolagsstämman, han är med andra ord "rationellt ligkiltig".

Annorlunda uttryckt finns det en avgörande skillnad mellan den information som det är rationellt att inhämta inför en omröstning jämfört med den information som krävs inför ett köpbeslut. Skall jag välja mellan olika aktier måste jag skaffa mig kunskap om de olika alternativen. I annat fall blir beslutet närmast slumpmässigt. Det är också troligt att den information köparen inhämtar är av-

görande för det beslut han sedan fattar. När det är fråga om att informera sig inför en bolagsstämma ser det anorlunda ut och incitamenten att inhämta information är inte alls lika starka. För att det skall bli meningsfullt för en aktieägare att sätta sig in i de olika alternativ som finns i den fråga som skall bli föremål för beslut krävs som regel att aktieägaren dels kan påverka utfallet av omröstningen, dels får tillräcklig kompensation för sin informationsinhämtning. För små aktieägare är dessa två villkor knappast uppfyllda.

Problemet att små aktieägare har ringa möjligheter att förhindra förändringar i bolagsordningen som är till deras nackdel är betydande. Om å andra sidan alla förändringar 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. Bolagsordningen måste kunna ändras. Nya behov, nya situationer och ytterligare information kan naturligtvis innebära att den gamla bolagsordningen inte längre är ändamålsenlig. Även om det finns en potential för värdeökande tillägg och ändringar i bolagsordningen, är det inte säkert att sådana kommer till stånd genom enhälliga beslut. I ett stort företag med många aktieägare är det omöjligt att kommunicera effektivt med varje enskild aktieägare.

Vi anser att kännedom om vilka förutsättningar som gäller för ändringar kombinerat med det faktum att dessa prissätts ger ett erforderligt investerarskydd. Kontrakts-teorin kan därför fungera om formerna för bolagsordningsändringar grundas på en bestämmelse i själva bolagsordningen. Finns det en bestämmelse som reglerar röstförfarandet och proceduren i övrigt (kallelse, informationsgivning, etc.) vid bolagsordningsändringar, kan frivillighetskravet anses uppfyllt. En enkel observation är att om den ursprungliga bolagsordningen är effektiv, så bör även de föreskrifter i denna bolagsordning som reglerar hur den skall ändras vara effektiv.

6. *En dispositiv aktiebolagslag*

Inledning

Som vi tidigare påpekat är lagstiftningsarbetet på aktiebolagsrättens område både präglad av historiska erfarenheter av missbruk av aktiebolagsformen och en uppfattning om vad samtidens kommersiella behov kräver. Ett kännetecken på varje aktiebolagslag är att målet uttryckligen varit och är att lagstiftningen skall vara "effektiv" och underlätta bolagens kapitalanskaffning. Problemet är att man arbetar med flera parallella mål. Investerarskydd och behovet av att skapa förtroende för marknaden anges som ett mål för lagstiftningsarbetet medan man även betraktar behovet att värna företagens kapitalförsörjning som ett mål. I det praktiska lagstiftningsarbetet förefaller det sistnämnda ha dominerat. Den rättsekonomiska analysen arbetar inte med samma komplexa målsättning utan där står ekonomisk effektivitet i förgrunden.

Den avgörande skillnaden mellan dessa två synsätt är att ekonomisk analys betonar att det är den som vänder sig till kapitalmarknaden och söker kapital som får bära kostnaden för de olika informations- och övervakningsproblem som då uppkommer. Företagsledaren eller kontrollaktieägaren har därför incitament att tillgodose placerarnas skyddsintresse och tillhandahålla den information som efterfrågas. I den mån man inte lyckas med detta erhåller företaget en lägre emissionskurs för externt

riskkapital eller en högre låneränta. När man betraktar den rättsvetenskapliga diskussionen tycks bedömningen vara den omvända, nämligen att det är den som bidrar med kapital som får bära kostnaden för den risk som uppkommer på grund av bristande insynsmöjligheter. Man bortser således från de marknadsrelaterade incitament som reducerar risken.

Nu kanske skillnaden i synsätt vad gäller aktiebolagsrätten inte skall överdrivas. Den som tvivlar på ekonomisk effektivitet som ett godtagbart mål för lagstiftning i allmänhet, bör likafullt kunna göra bedömningen att man vid utformningen av en aktiebolagslag även måste ta hänsyn till ekonomiska överväganden. Man kan inte utesluta att båda angreppssätten kan leda till godtagbara resultat, men vi skall i det följande påpeka några svårigheter med att lagstifta. Dessutom ger vi en beskrivning av skillnaden mellan tvingande och dispositiv lagstiftning för att därmed illustrera att en dispositiv regim inte behöver innebära någon försämring av rättsskyddet. Slutligen undersöker vi om en dispositiv lagstiftning är förenlig med de harmoniseringssträvanden som finns inom EG och som svensk aktiebolagsrätt håller på att anpassas till.

Svårigheten att lagstifta

Även om det vore principiellt korrekt att utforma aktiebolagslagen på basis av tvingande rättsregler, är det helt tydligt att problemen vad gäller utformningen av dessa regler är betydande. Behoven varierar från ett företag till ett annat. En del företag ägnar sig åt verksamheter som lätt kan övervakas och utvärderas av marknaden. För andra företag gäller motsatsen. Helt säkert varierar också behoven över tiden. Svårigheten att finna den "rätta" rättsregeln och lämpliga kriterier för vilka finansiella instrument som skall användas är därför uppenbar. Denna variationsrikedom pekar på att ett stort mått av flexibili-

tet behövs, eftersom det är mindre troligt att en enda uppsättning lagregler – oavsett hur noggrant de är utarbetade – kommer att svara mot alla placerares och alla företags behov. Detta problem accentueras ytterligare om ambitionsnivån är att formulera tvingande lagstiftning med generell giltighet för alla slags aktiebolag.

Vi har i andra sammanhang (Bergström, Högfeldt och Samuelsson, 1992, 1993) från ett konkret svenskt och europeiskt perspektiv illustrerat svårigheten med att lagstifta och riskerna för att reglerna medför betydande samhällsekonomiska kostnader. Vår analys av NBK:s rekommendationer, EG:s förslag om erbjudandeplikt och aktiebolagslagens minoritetsskydd och likabehandlingsprincip har ett gemensamt drag, nämligen att välmenande intentioner inte räcker för att åstadkomma det man vill uppnå.

Den grundläggande tesen i Macey's rapport är att avtalsfrihet är av central betydelse för en effektivt fungerande marknadsekonomi. Inskränkningar i avtalsfriheten bidrar snarare till att försämra effektiviteten. Aktiebolagsformen fungerar bättre som associationsform om aktieägarna har frihet att själva avtala om de regler som skall gälla för samarbetet. Detta är inte bara en teoretisk konstruktion utan ett tillvägagångssätt som i stor utsträckning tillämpas i USA. Vilken funktion har då lagstiftning på området? Den mest radikala slutsatsen av kontrakts-teorin är att lagstiftning på aktiebolagsrättens område bör avskaffas och att varje företag fritt skall få utforma sin 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 de regler och frågor som är mer specifika för just den verksamhet man avser att starta. Även om den

som bildar bolaget mycket noggrant försöker att förutse alla tänkbara framtida situationer som bör regleras i bolagsordningen kommer han 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.

En dispositiv lagstiftning är även tilltalande av andra skäl. All lagstiftning växer visserligen fram under inflytande av olika intressegrupper, men tillåts aktiebolagsformen utvecklas mer fritt inom ramen för privata avtal och en dispositiv lagstiftning, kommer olika intressegruppers inflytande drastisk att minska. En annan fördel är att lagstiftaren inte behöver konstruera slutgiltiga lösningar på lagtekniskt komplicerade frågor eftersom flera uppsättningar regler kan existera sida vid sida. Dispositiv lagstiftning gör det alltså möjligt för en mångfald olika regler att konkurrera och den kan betraktas som en referenspunkt där alternativkostnaden för de olika företagens regelverk avslöjas. Detta är av stor betydelse eftersom de ekonomiska konsekvenserna av olika regler sällan kan fastställas på förhand.

Skillnaden mellan tvingande och dispositiv lagstiftning

Den grundprincip som Macey argumenterar för är således att lagstiftaren bör välja att utforma aktiebolagslagen som en dispositiv och inte som en tvingande lagstiftning. När aktiebolagsrättsliga problem diskuteras på ett så principiellt plan kan det finnas anledning att i korthet beskriva skillnaden mellan tvingande och dispositiva rättsregler (se även Rodhe, 1991). En sådan genomgång gör det enklare att se om riskerna för aktieägarna ökar i ett alter-

nativt utformat regelsystem.

För att renodla analysen av de olika typerna av rättsregler inleder vi med att beskriva ett tänkt fall där lagstiftning på det bolagsrättsliga området helt saknas. Anta att bolagsordningen är det enda avtal som reglerar aktieägarnas förhållande till varandra i bolaget. Vad händer om det uppstår en konflikt mellan aktieägarna och det saknas andra regler än de som de själva avtalat fram? Vi kan utgå från ett exempel där vi antar att aktieägarna bestämt att bolagsordningen skall innehålla en föreskrift om att nedsättning av aktiekapitalet inte får ske. Om ett beslut om nedsättning trots detta fattas, kan det upphävas med hjälp av domstol. Statsmakten hjälper alltså de förfördelade aktieägarna att vidmakthålla sin rätt och tvingar de andra aktieägarna att stå fast vid sitt löfte. Principen att avtal skall hållas i kombination med bestämmelserna i bolagsordningen är egentligen det enda stöd domstolen behöver för att avkunna en dom till förmån för dessa aktieägare.

Så länge avtalet ger domstolen ledning för hur parterna tänkt sig att deras förhållande skall regleras, är alltså principen om att avtal skall hållas tillräcklig. I praktiken kan emellertid avtal aldrig formuleras så uttömmande att de täcker in alla upptänkliga situationer som kan inträffa i framtiden. Ett skäl till detta är naturligtvis att ett sådant avtal skulle bli orimligt omfattande. Den avgörande invändningen består i att det aldrig skulle gå att formulera heltäckande avtal även om detta vore målet eftersom ingen kan se in i framtiden. Det är därför lika bra att ge upp denna strävan och koncentrera sig på de punkter som erfarenhetsmässigt är viktigast och ställa in sig på att lösa andra problem i takt med att de uppkommer.

Frågan är då hur konflikter skall lösas om bolagsordningen inte ger tillräcklig ledning. Principen om att avtal skall hållas kan ju inte appliceras på en sådan situation. Anlitar vi samma exempel igen och dels lägger till att bolagsordningen inte reglerar frågan om nedsättning av ak-

tiekapitalet, dels att det uppkommer en tvist mellan aktieägare på denna punkt, kan det få följande resultat om tvisten kommer inför domstol. Den ena sidan antas hävda att nedsättning av aktiekapitalet inte får ske och den andra motsatsen. Domstolen kan inte avvisa tvisten med hänvisning till att det saknas regler som kan tillämpas för att den skall kunna lösas. Enligt de processrättsliga reglerna är domstolen tvungen att avkunna en dom, dvs. formulera en norm som skall gälla jämsides med bolagsordningen just i det aktuella fallet. Detta beslut kan grunda sig på en rad olika faktiska omständigheter. Utgången i en sådan tvist kanske styrs av den enkla principen att bolagsstämmobeslut i det aktuella bolaget normalt fattas med enkel majoritet. Med största säkerhet kommer domstolen då att avkunna en dom som har innebörden att nedsättningsbeslut kan fattas med enkel majoritet.

Om det finns många domstolsavgöranden kring frågan om nedsättning av aktiekapitalet, men där ledning inte kunnat hämtas från bolagsordningar, kan det så småningom växa fram en fast rättspraxis som i tilltagande grad medför att det ter sig fruktlöst för en enskild aktieägare att hävda någonting i strid mot denna praxis. I sin tur kan man förvänta sig att alla bolagsordningar så småningom direkt eller indirekt kommer att reglera frågan om nedsättning av aktiekapitalet som en följd av att det förekommit tvister: direkt genom att specifika regler skrivs in i bolagsordningar och indirekt genom att aktieägarna inte reglerar detta och därmed accepterar de regler som etablerats i rättspraxis. Problemet med nedsättning transformeras på så sätt från en frekvent förekommande konflikthärd till ett okontroversiellt område utan att lagstiftning har behövt tillgripas.

En viktig iakttagelse är således att även en avtalslös situation kan få sin lösning genom ett domstolsavgörande och att det avtalslösa tillståndet så småningom kringgärdas av rättspraxis som ökar stabiliteten och enhetligheten i systemet. Det finns därför aldrig någon situation som är

”rättslös” ens i det fall lagstiftaren helt avstått från att intervensera ex ante.

Låt oss nu anta att det finns en dispositiv aktiebolagslagstiftning. Kännetecknande för varje dispositiv lagstiftning är att den generellt sett bara gäller för de fall avtalet mellan parterna inte ger någon ledning för hur en tvist skall bedömas. Om vi återigen anlitar exemplet med nedsättning av aktiekapitalet och dessutom lägger till att det finns en dispositiv regel om detta men ingen bolagsordningsregel, kommer en domstolen att döma i enlighet med den dispositiva regeln. Denna regel fungerar parallellt med samtliga bolagsordningar och fyller ut dessa om regler saknas. Samtidigt är det på det sättet att dispositiv lagstiftning normalt är utformad på ett mer abstrakt och generellt sätt än vad avtal i allmänhet är; lagstiftningen förväntas passa alla. Lagstiftaren har genom noggranna förarbeten strävat efter att formulera en lagstiftning som så väl som möjligt skall återspegla ett väl fungerande aktiebolags verksamhet och samtidigt harmonisera rättsområdet med de rådande samhällsvärderingarna i stort.

Om både lag och bolagsordning saknar uttryckliga regler i en bestämd fråga kan man tänka sig att de allmänna värderingar som den dispositiva lagen är uppbyggd kring kommer att bli styrande i samband med en domstolsprövning av ett konkret fall. Är lagen baserad på en ”likabehandlingsprincip”, dvs. att alla aktieägare skall tillerkännas samma rätt, kommer tvister kanske att avgöras i enlighet med denna princip om både bolagsordning och lagstiftning saknar regler till ledning för rättstillämpningen.

Ett alternativ till dispositiva regler är tvingande regler. Skillnaden framgår tydligt redan av beteckningen, nämligen att de tvingande reglerna gäller oberoende av vad som avtalats. Stadgas det i en tvingande aktiebolagslag att nedsättning av aktiekapitalet får ske, är detta ”gällande rätt” oavsett vad som stadgas i bolagsordningar. En tvingande lagstiftning hindrar förstås inte aktieägarna i ett enskilt fall från att komma överens om att tillämpa en

annan ordning än den i lag påbjudna, men lagen ger den aktieägare sitt fulla stöd som under åberopande av den tvingande regeln vill hävda sin rätt tvärsemt mot en sådan överenskommelse.

Harmoniseringssträvanden

Att förespråka att en tvingande regim skall ersättas av en dispositiv är otvivelaktigt ett radikalt och djärvt förslag som går tvärsemt mot den dominerande trenden i svensk och europeisk bolagsrätt. Inom EG har det exempelvis under de senaste 25 åren gradvis vuxit fram en mängd regler, huvudsakligen i form av direktiv, som berör så gott som alla centrala delar av bolagsrätten. Direktiven är bindande för medlemsstaterna i så måtto att de måste anpassa den nationella lagstiftningen efter dem.

EG:s bolagsrätt anses i det närmaste vara komplett, trots att två direktivförslag (det femte och det trettonde) ännu inte antagits och att de äldsta direktiven från slutet av 1960-talet är otidsenliga och behöver bli föremål för moderniseringar. De antagna direktiven har i de flesta fall genomförts i medlemsstaternas lagstiftning, ibland med nödvändiga korrigeringar av de mest förlegade inslagen.

Motivet till att harmonisera aktiebolagsrätten är att det utan sådan samordning anses svårt att öka rörligheten av varor och tjänster inom EG. Saknas exempelvis gemensamma borgenärsskyddsregler antas detta undergräva den fria etableringsrätten. Man har från EG:s sida klart tagit ställning mot den amerikanska modellen där varje bolag fritt kan välja i vilken delstat de önskar registrera bolaget och därmed välja vilka aktiebolagsrättsliga regler som skall gälla för bolaget. Konkurrens mellan olika länders bolagsrätt anses inte önskvärt inom EG.

Sverige har redan trätt in på de europeiska harmoniseringsvägen och i ett statligt betänkande (SOU 1992:83

”Aktiebolagslagen och EG”) föreslås ändringar i syfte att EG-anpassa den svenska bolagsrätten till direktiv 1, 2, 3 och 12. Det *första direktivet* avser bland annat att harmonisera regler om offentlighet av viktiga bolagsdokument och om rätten att företräda bolaget. Det *andra direktivet* behandlar skyddet för bolagets eget kapital, det *tredje direktivet* reglerar fusioner mellan aktiebolag och det tolfte frågan om enmansbolag och begränsat ansvar.

Är ett systemskifte av den arten som Macey presenterar, förenlig med ambitionen att skapa en gemensam bolagsrätt inom EG? Svaret på den frågan är i princip enkel att besvara. Det instrument som används inom EG för att harmonisera lagstiftningen i medlemsländerna är huvudsakligen direktiv. När en sådan rättsakt antagits inom EG är uppgiften för de enskilda länderna att inom en viss tid genomföra direktivet i form av en tvingande lagstiftning. Detta innebär inte att den exakta ordalydelsen måste följas, men de avgörande intentionerna bakom direktivet måste förverkligas i den nationella rätten. Enligt Gower har EG-kommissionen givit uttryck för att direktiv skall genomföras i en form som gör dem ”legally enforceable” – endast tvingande lagregler kan uppfylla detta kriterium.

Även om valfriheten därmed är begränsad och möjligheterna att införa en dispositiv aktiebolagslagstiftning får betraktas som små, innehåller den analys som Macey presenterar likafullt så starka argument för att en aktiebolagslag bör utformas som en dispositiv lagstiftning, att de måste tas på allvar. För den svenska bolagsrättsens vidkommande står ju heller inte valet mellan det ena eller det andra eftersom ingen bolagsrättslig reglering är tvingande rakt igenom. Även om Macey menar att inga regler egentligen behöver vara tvingande, kan en analys av detta slag bidra till att begränsa mängden tvingande regler till ett absolut minimum. Som ett flertal exempel i Macey’s rapport visar, har den aktiebolagsrättsliga lagstiftningens utformning stor betydelse för hela samhälls-

ekonomin. En grundlig utvärdering framstår därför som välbetänkt.

Även om vår kommentar i princip endast behandlar den svenska bolagsrättens omvandling, gör sig de principiella ståndpunkter som vi tillsammans med Macey redovisat i lika hög grad gällande i förhållande till EG-bolagsrättens utformning. Nu bör det framhållas att det knappast finns någon klar föreställning om, ens inom EG, vart harmoniseringen skall leda. Artikel 54 i Rom-fördraget säger t.ex. bara att harmonisering skall ske i den utsträckning som det anses nödvändigt. Bakom denna vaga målsättning ligger även diskrimineringsförbudet i art 7, som även gäller aktiebolag.

När man studerar de inledande kommentarerna till bolagsdirektiven inser man snart att de mål som sätts upp knappast är koordinerade sinsemellan. Uttalandena är alltför disparata för att kunna sammanfogas till en enhetlig bild. Detta har uppmärksammats och kommenterats av två ledande rättsvetare (Hopt–Buxbaum) som sammanfattar sin bild av harmoniseringsarbetet på följande sätt (citerat från Dine s 1–5):

”Legal harmonisation can be a palliative for the failure of progress in truly european market integration, particularly if relatively minor side issues are taken up as second best candidates for harmonisation and if the dissent over the key issues is camouflaged by harmonisation of details and technicalities.”

Detta är naturligtvis en mycket allvarlig kritik mot tanken på en gemensam bolagsrätt inom EG. Trots att man har denna ambition går den inte att genomföra inom ramen för de institutionella förutsättningar som råder. Nu finns det andra och mer optimistiska författare (t.ex. Werlauff) som menar att hela harmoniseringsprojektet ytterst sett handlar om två saker, nämligen å ena sidan om att EG skall undvika en ”Delaware-effekt”, dvs. konkur-

rens mellan olika staters bolagsrätt, samt å andra sidan om att avlägsna olika etableringshinder.

Delaware-effekten kan naturligtvis undvikas på detta sätt, men sambandet mellan etableringshinder och harmonisering av bolagsrätten framstår inte som lika klart. Om det råder likhet i fråga om bolagsrättsliga regler kommer andra faktorer i stället att fälla avgörandet ifråga om var ett bolag låter registrera sin verksamhet. Skattelagstiftningens utformning kan vara ett exempel på skäl för att välja det ena landet framför det andra. Harmoniserad bolagsrätt undanröjer alltså bara en, om än betydelsefull, skillnad mellan olika länder inom EG.

Det enligt vår bedömning mest tveksamma med den inslagna vägen, att harmonisera bolagsrätten inom EG, är emellertid att man förr eller senare står med en stelbent bolagsrättslig reglering som saknar kommersiell relevans och som inte utan mycket stora politiska svårigheter kan ändras. Priset för harmonisering kommer då att befinnas vara så högt att det tvingar fram en mer eller mindre total omorientering. Möjligen kan detta medföra att den politiska låsning som tycks finnas rörande Delaware-effekten då luckras upp och de samhällsekonomiska fördelarna med aktiebolagsformen utnyttjas fullt ut i Europa.

7. Avslutning

En faktor som måste beaktas vid en argumentation för att omvandla aktiebolagsrätten från tvingande till dispositiv lag hänger samman med den tid vi lever i just nu. Vilka utsikter finns det att genomföra stora förändringar i liberaliserande riktning, när en stor del av samhällsdebatten präglas av hur vi skall kunna betala vad en finansiell kris kostar? Det är ju långt ifrån ovanligt att man hävdar att de problem vi nu har i bank- och finansvärlden beror på att regleringar av olika slag har upphävts. Reflektioner kring effekterna av denna avreglering kan helt klart verka hämmande vid utvärderingen av de argument som talar för att aktiebolagsrätten bör utformas som en dispositiv lagstiftning.

Orsaken till att aktiebolagslagstiftningen är tvingande är som nämndes tidigare att den personliga ansvarsfriheten anses kräva denna tribut. Varför anses då detta krav vara nödvändigt att upprätthålla? Ett vanligt resonemang lyder på följande sätt: om aktieägarna saknar personlig ansvarighet måste andra tillgångar garanteras som säkerhet för borgenärerna. Det måste dels finnas regler om bolagets eget kapital, dels en rad regler som skyddar det egna kapitalet. Går man ytterligare ett steg i en tänkt argumentationskedja kan man hävda att avsaknaden av sådana skyddsregler försvårar bolagens anskaffning av riskkapital, vilket sin tur är samhällsekonomiskt ogynnsamt. En variant av detta argument, som särskilt tydligt märks i fråga om den bolagstyp vi fokuserar, näm-

ligen börsbolagen, är att allmänhetens förtroende för marknaden kräver att det finns regler som klart tar ställning mot maktmissbruk och liknande oegentligheter. Även detta kan således härledas tillbaka till att samhällets djupast liggande motiv är att skapa ett värn för vitala delar av samhällsekonomin.

Det är enligt vår mening utomordentligt svårt att finna någon motsättning mellan privata incitament och samhällsekonomiska intressen vid valet av de regler som skall gälla för aktiebolag. Eftersom det ligger i aktieägarnas intresse att i bolagsordningen åstadkomma ett godtagbart investerarskydd behöver de inte utformas som tvingande lagregler; avtalspartners som fritt får utforma avtalsförhållanden väljer helt enkelt effektiva klausuler. Om exempelvis en avtalsklausul om ett visst slags borgenärskydd är värd mer för långivarna än vad den kostar företaget, kommer denna klausul att ingå i lånekontraktet. Om, å andra sidan, denna typ av borgenärsskydd kostar mer för företaget än vad det är värt för långivarna kommer det inte att ingå i avtalet. Man bör därför tillåta parterna att inkludera de avtalsvillkor som man bedömer ömsesidigt gagna parterna.

En övergripande slutsats är till sist att det ligger i företagets eget intresse att tillgodose placerarnas skyddsintresse och informationsbehov. Marknadernas övervakning är också betydande. Om man inte lyckas tillgodose placerarnas skyddsbehov slår detta omedelbart tillbaka på företagets kostnader för externt kapital. I extremfallet kommer placerarna att sätta in pengarna på banken eller köpa statsobligationer. De är trots allt inte tvingade att donera pengar till företagen.

Litteratur

- Bergström, C, Högfeldt, P & Samuelsson, P [1993] "Minoritetsskyddet i börsföretag: tvingande eller dispositivt?" *Ekonomisk Debatt*, nr 2.
- Bergström, C, Högfeldt, P & Samuelsson, P [1992] "Regulation of Corporate Acquisitions. An Economic Analysis of Swedish Regulation and European Proposals for Reform." *Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review*, no 3–4.
- DeAngelo, H & Rice E [1983] "Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth." 11 *Journal of Financial Economics* s 1–4.
- Dine, J [1991] *EC Company Law*. London.
- Easterbrook, F H & Fischel, D R [1991] *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge Mass.
- Gower, L C B [1992] *Gower's Principles of Modern Company Law*. Sweet & Maxwell, London.
- Kedner, G & Roos, C M [1991] *Aktiebolagslagen. Del I & II*. (4:e uppl) Stockholm.
- Nial, H [1991] *Svensk associationsrätt i huvuddrag*. (5:e uppl) Stockholm.
- Pehrson, L [1987] "Generalklausuler i Aktiebolagslagen", i Festskrift till Svergies Advokatsamfund 1887–1987, Norstedts.
- Rodhe, K [1991] *Aktiebolagsrätt* (15:e uppl) Stockholm.
- Werlauff, E [1991] "The Development of Community Company Law." *Common Market Law Review*, s 207–231.

JONATHAN R. MACEY

Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – *en rättsekonomisk analys*

Skall den svenska aktiebolagslagen vara tvingande eller dispositiv? Det är huvudfrågan i Jonathan R. Maceys bok, skriven på uppdrag av SNS. Boken avser att komplettera den statliga Aktiebolagskommittén, som bl.a. anpassar svensk lagstiftning till EG:s.

Macey, som är professor i juridik vid Cornell University i USA, använder ekonomisk analys för att undersöka om lagen måste vara tvingande. Macey finner att rättssystemet skall tillhandahålla ett standardkontrakt, men om ett bolag anser att stora fördelar kan nås genom att avvika från det skall detta vara tillåtet.

Utifrån detta perspektiv granskar Macey bl.a. likhetsprincipen och företrädesrätten vid emissioner, liksom EG:s direktiv på bolagsrätens område.

I boken ingår också en kommentar av docent Clas Bergström och jur. dr Per Samuelsson, båda vid Handelshögskolan i Stockholm.


FÖRLAG

ISBN 91-7150-487-7



9 789171 504876