

CLAS BERGSTRÖM
PETER HÖGFELDT
PER SAMUELSSON

Replik till Bergman

Att korrigerera för marknadsmisslyckanden är den principiella ekonomiska motivationen bakom statliga ingrepp och regleringar i marknads ekonomin. Men 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. Så enkelt är i princip budskapet i vår artikel om minoritetsskydd. Inte heller Mats Bergman [1993] identifierar några marknadsmisslyckanden vid utformandet av de regler som skall gälla för ett aktiebolag. Men han drar ändå slutsatsen att den bästa lösningen är att med tvingande lagstiftning skydda minoriteten. Han motiverar denna slutsats med att peka på två, i hans mening, svaga punkter i vårt resonemang (Bergström, Högfeldt & Samuelsson [1993]).

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

Bergmans första invändning rör frågan huruvida innehållet i en bolagsordning prissätts. 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 sk *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. 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 ett bättre sätt kan företa utvärderingen.

Mats Bergman ifrågasätter detta resonemang och menar att transaktionskostnaderna i termer av resurser som förbrukas för att analysera bolagsordningarna mycket väl kan överstiga intäkterna. Så långt så gott. Självfallet finns såväl kostnader som intäkter med i kalkylen. Men

Bergman bortser från det faktum att i den utsträckning som individuellt utformade villkor i bolagsordningen ökar kostnaderna för placerarna, slår detta omedelbart tillbaka på deras avkastningskrav. För att minska dessa kostnader kommer företagen att hålla sig till standardkontrakten förutom när skraddarsydda bestämmelser ger fördelar som överväger nackdelarna. Kostnaden för en obskyr bestämmelse i bolagsordningen bärs av dem som initierar bestämmelsen och inte av placeraren.

Men förutsätter inte resonemanget en någorlunda aktiv marknad i företagsaktier? 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 informeras 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.

Mats Bergmans andra invändning är att friheten att ändra bolagsordningen höjer kostnaden för eget kapital. Om han har rätt på denna punkt kommer naturligtvis de som efterfrågar kapitalet i stället att skriva en bolagsordning som förbjuder alla sådana ändringar. Mats Bergman tycks här tro att detta inte låter sig göras. För att citera Mats Bergman: "majoriteten kan inte binda sig att aldrig ändra bolagsordningen". Denna ståndpunkt är en ren missuppfattning. Om aktieägarna så önskar kan de stadga att en ändring av bolagsordningen kräver full enighet bland alla aktieägare. Principen att avtal skall hållas i kombination med en bestämmelse i bolagsordningen av detta slag är det enda stöd domstolen behöver för att kunna avkunna en dom till förmån för den eventuellt förfördelade minoriteten som förlorar på att bolagsordningen inte efterlevs i detta avseende. Huruvida en bestämmelse som reglerar förhållandet mellan majoriteten och minoriteten i ett bolag återfinns i en giltig bolagsordning eller i en tvingande lagbestämmelse saknar därför betydelse för minoritetens ställning. Det finns alltså inget som talar för att tvingande regler i sig är att föredra framför en individuellt utformad regel i bolagsordningen.

Dessutom är själva utgångspunkten för Bergmans resonemang (att kapitalkostnaden för bolaget ökar om möjligheten eller risken existerar för att bolagsordningen kan komma att ändras) felaktig. Tvärtom är den motsatta slutsatsen korrekt. Om 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 svårt, för att inte säga omöjligt, att kommunicera effektivt med varje enskild aktieägare.

Kännedom om vilka förutsättningar som gäller för ändringar kombinerat med det faktum att dessa prissätts ger ett erforderligt investerarskydd, och elementära rättvisekrav är då också uppfyllda. Kontraktsteorin 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 effektiva.

Referens

- Bergman, M, [1993], "Minoritetsskydd i företag – en kommentar". *Ekonomisk Debatt*, årg 21, nr 5, s 478–479.
- Bergström, C, Högfeldt, P & Samuelsson, P, [1993], "Minoritetsskyddet i börsföretag: tvingande eller dispositivt?". *Ekonomisk Debatt*, årg 21, nr 2, s 133–145.