
ANNE-MARIE PÅLSSON

Fondbolagen – de ovilliga och olämpliga ägarna*

Det moderna publika företaget kännetecknas ofta av att ha ett betydande inslag av institutionella ägare. Av dessa kan särskilt nämnas fondbolagen som genom fondformens starka attraktion på spararna vuxit snabbt. Denna ägarstruktur – fondbolagen har via fondlagen tilldelats ägaransvaret – är knappast ändamålsenlig ur ett strikt ägarstyrningsperspektiv. Den riskerar att leda till att rösträtten inte utövas alls med försämrad övervakning av företagen som följd, alternativt till att fondbolagen utövar sitt ägaransvar men gör det i sina ägares intressen. Syftet med uppsatsen är därför att visa hur den rådande fondlagen påverkar fondbolagens drivkrafter att utöva ägaransvar för det kapital de förvaltar, samt att diskutera hur förändringar i denna lag kan stärka kontrollen och övervakningen av de publika företagen.

1. Inledning

Frågan om fondbolagens och övriga institutionella ägares (o)vilja att utöva sitt ägaransvar har länge stått i fokus för massmedias intresse. Fondbolagens agerande i samband med spektakulära affärer såsom sammanslagningen av Astra och Zeneca, Fords köp av Volvo Personvagnar och de generösa ersättningarna till företagens ledningar har tilldragit sig kritik. Analysen här pekar emellertid på att denna kritik knappast är berättigad, åtminstone inte vad gäller fondbolagen. Dessa agerar i själva verket rationellt i ägarstyrningsfrågor utifrån de yttre förutsättningar som gäller. Det betyder inte att situationen är tillfredsställande utan att

kritiken, i den mån den skall framföras, bör riktas mot våra lagstiftare som stiftat en lag som är olämplig ur ägarstyrningsperspektiv.

Man kan peka på åtminstone två omständigheter som minskar fondbolagens incitament att agera i ägarfrågor. Den första sammanhänger med övervakningens kollektiva karaktär, som skapar ett fripassagerarbete hos både fondbolagens ägare, förvaltare och andelsägare gentemot de aktiva ägarna. Den andra följer av fondmarknadens rättsliga struktur som separerat kapitalrisken från övervakningsfunktionen. Lagstiftarnas möjligheter att påverka den förra dimensionen är försumbara, men föreligger däremot vad avser utformningen av den senare. I artikeln skall visas hur den rådande fondlagen (Lag om värdepappersfonder, SFS 1991:1114) påverkar fondbolagens driv-

ANNE-MARIE PÅLSSON är docent i nationalekonomi vid Lunds universitet. Hon leder för närvarande ett tvärvetenskapligt projekt i Lund, som finansierats av Sparbanksstiftelsen i Malmö, och som spänner över frågor som rör finansiell rätt och finansiell ekonomi.

* Denna artikel utgör ett delprojekt i Sparbanksprogrammet i Lund och författaren vill tacka Sparbanksstiftelsen i Malmö för finansiering.

¹ Bet. 1990/91:NU4, rskr. 1990/91:47, med förarbeten prop. 1989/90:153 och Ds (Fi) 1989:71.

krafter att utöva ägaransvar för det kapital de förvaltar och diskuteras hur förändringar i denna lag kan stärka kontrollen och övervakningen av de publika företagen.¹

Det bör betonas att diskussionen är av principiell karaktär, vilket innebär att vi inte kommer att granska hur övervakning kan utföras och utförs i praktiken. Vi är givetvis väl medvetna om att denna kan ske på olika sätt, där vart och ett av dessa är förenade med olika kostnader. Metoder sträcker sig från ett aktivt deltagande i det löpande styrelsearbetet, aktiv närvaro på stämman, utfärdande av riktlinjer för företagets verksamhet – s k ägarpolicies – till direkta köp och försäljningar av aktier. Effektiviteten i dessa åtgärder varierar givetvis mellan ägarna och beror bland annat på hur stort röstkapital som ägaren förfogar över.

Artikeln är strukturerad på följande sätt. I avsnitt 2 diskuteras övervakningsproblematik med särskild tonvikt lagd på hur dess kollektiva karaktär påverkar fondbolagens incitament till övervakning. De lojalitetsproblem som fondbolagen skapar och deras betydelse för fondbolagens utövande av ägaransvaret analyseras i avsnitt 3. I avsnitt 4 diskuteras vilka förändringar i lagen som kan öka ägarstyrningen. Sammanfattande synpunkter ges i avsnitt 5.

2. Fondbolagen och ägaransvaret

Aktieägarna förser företaget med kapital och för att bevaka sina intressen har de tilldelats rätten att övervaka och kontrollera företagets ledning. Denna uppgift är central och en följd av att ledningsfunktionen i det publika bolaget har separerats från ägarfunktionen.² En allmän uppfattning är att en effektiv kontroll och övervakning av företagets ledning leder till högre vinster för företaget. Som kompensation för sin insats står aktieägarens rätt till del i vinsten, vilket enligt en enkel analys skulle utgöra tillräckliga incitament för företagets ägare att utöva sitt ägaransvar.

I praktiken måste emellertid två förutsättningar vara uppfyllda för att en aktieägare skall vilja övervaka. Ägaren måste för det första ha en formell och reell möjlighet att påverka företaget och dess skötsel. Den formella möjligheten ges av aktiebolagslagen och gäller i princip lika för alla: en aktie – en röst. Den reella däremot bestäms av storleken på ägarens kapital och dess röstvärde och här gäller majoritetsregeln. Ett innehav motsvarande 50 procent eller mer av röstvärdet ger total kontroll av företaget men ofta räcker det med mindre än så för att få kontroll.³ Intäkterna av övervakningen måste för det andra tillfalla den/dem som övervakar. Detta kan vara komplicerat beroende på att övervakning närmast är att betrakta som en *kollektiv vara*. De ekonomiska värden som övervakning skapar delas av alla aktieägare, dvs även av dem som inte tillskjutit resurser till den, samtidigt som kostnaden för övervakningen till fullo bärs av den som övervakar.

Inte något av dessa villkor är uppfyllt för en enskild aktieägare med ett litet innehav. Dennes incitament att agera fripassagerare och överlåta kontrollfunktionen på någon annan är därför stark. En poolning av kapital och röster skulle emellertid kunna förstärka de små aktieägarnas kontrollmöjlighet och effektivisera övervakningen och detta av åtminstone

² Denna separation kan ge upphov till kolliderande intressen, något som studeras inom en särskild gren av finansiell ekonomi, nämligen "corporate governance". För en diskussion och genomgång, se till exempel Zingales [1998], Jensen & Mechling [1976], Jensen & Ruback [1983], Jensen [1992], Schleifer & Vichny [1986, 1997], Hart [1995] m fl.

³ Vilken omfattning denna kontrollpost måste ha är en öppen fråga, men en rimlig bedömning pekar på ett innehav åtminstone i storleksordningen 20–30 procent av det sammanlagda röstvärdet. Se SOU [1988].

⁴ Se exempelvis Dowd [1996] för en diskussion om vinsten av att koordinera övervakningsfunktionen till en aktör.

tre skäl.⁴ Ett större kapital ger för det första i allmänhet en större möjlighet till reell påverkan. Kostnaden för övervakning och kontroll kan för det andra fördelas över ett större kapital, så att kostnaden per andel/aktie minskar. Kostnaden kan för det tredje totalt sett minska genom att en aktör specialiserar sig på uppgiften.⁵

2.1 Vill fondbolagen övervaka?

Trots att fondkonstruktionen innebär en pooling av kapital, är det emellertid inte säkert att övervakningsfunktionen därigenom effektiviseras. På grund av fondlagens utformning är det snarare troligt att den lämnas oförändrad eller till och med försvagas. Fondbolagen, som av fondlagen tilldelats kontroll- och övervakningsrätten genom rätten att rösta (§ 12), har nämligen bara svaga incitament att kontrollera och övervaka, ty fondkapitalet tillhör i sin helhet andelsägarna, varför varje förändring i dess storlek tillfaller dessa (§ 1, punkt 1). Fondbolagen kan därför inte tillgodogöra sig intäkterna av övervakningen via ett ökat kapitalvärde. Viljan till övervakning försvagas ytterligare av att fondbolagen enligt fondlagen måste vara aktiebolag (§ 6) och därigenom är underkastade aktiebolagslagens krav på att bereda sina ägare vinst. Då övervakning är en aktivitet som ger upphov till säkra kostnader men som inte nödvändigtvis genererar några intäkter för fondbolagets ägare, ter det sig naturligt att viljan att investera i övervakning är svag.

Detta kan illustreras av följande exempel. Vi betraktar ett fondbolag som enbart förvaltar en fond som i sin tur för enkelhetens skull bara placerar i ett aktieslag. Fondbolaget kan välja mellan att övervaka eller att avstå från detta. Om det väljer att investera resurser i övervakning uppstår en omedelbar kostnad för fondbolaget. Samtidigt kan det därigenom öka sina intäkter genom att attrahera fler andelsägare, ta ut en högre förvaltningsavgift och öka värdet på det övervakade företaget. Det är avvägning mellan dessa kostnader och intäkter som avgör fondbola-

gets val av strategi och det kan enkelt visas att det är företagsekonomiskt lönsamt att övervaka om

$$[\text{Fondens ägarandel}] \times [\text{fondavgiften}] \times [\text{det samlade börsvärdet på den aktuella aktieslaget}] \times [\text{den procentuella förändringen i aktiekursen} + \text{den procentuella förändringen av antalet andelsägare/andelar} + \text{den procentuella förändringen i fondens avgift}] > \text{den merkostnad som övervakning ger upphov till.}$$

Under vilka förutsättningar är det realistiskt att räkna med att olikheten i uttrycket ovan är uppfylld? En närmare granskning indikerar att så sällan är fallet och detta till inte obetydlig del beroende av fondlagens utformning. Fondbolagens förmåga att påverka ett företags värde via övervakning är för det första marginell. Fondlagens placeringsbestämmelser, § 23, begränsar nämligen fondens inflytande till 5 procent av röstvärdet i de företag fonden investerar i, vilket reducerar fondens reella möjlighet till maktutövning.⁶ Det innebär att den procentuella förändringen i aktiekursen är noll eller nära noll och att fondens ägarandel maximalt kan uppgå till 0,05.

Priskonkurrensen är för det andra numera betydande på fondmarknaden. Möjligheten för det enskilda fondbolaget att övervältra kostnaden för övervakning på

⁵ I själva verket utgör existensen av agentkostnader och behovet av övervakning ett klassiskt argument för finansiella intermediärer. För bankers vidkommande handlar det om att de utvecklat en särskild kompetens på att bedöma kreditansökningar och övervaka kredittagarna, se exempelvis Diamond [1984], Ramakrishnan & Thakor [1984] och Chant [1987]. Denna diskussion kan nu utvidgas till att omfatta också fondbolag.

⁶ Denna siffra gäller emellertid fondbolagens samlade innehav. Men då en ägare samtidigt kan äga flera fondbolag kan denna restriktion i praktiken enkelt kringgå.

andelsägarna via höjda avgifter är därför begränsad, detta i synnerhet om många andelsägare helt saknar intresse att utöva sitt ägaransvar: deras primära mål med investeringen är den avkastning den erbjuder. Men även i det fall andelsägarna är intresserade av övervakning är utrymmet för avgiftsökningar begränsat. Om andelsägarna uppfattar att deras intressen sammanfaller med andra aktieägares intressen, är den privatekonomiskt mest attraktiva strategin ånyo att överlåta övervakningen på någon annan och åka snålskjuts på dennes insatser.

Innebörden av detta är att även om andelsägarna efterfrågar övervakning och fondbolagen uppgett sig vara villiga att övervaka, kommer andelsägarna att ha tendens att välja fonder som förvaltas av fondbolag som inte utövar något ägaransvar och som därigenom kan ta ut en lägre avgift från sina andelsägare. Sammantaget följer av detta resonemang att fondbolagens möjlighet att övervältra övervakningskostnaden på sina andelsägare genom höjda avgifter är noll eller nära noll.

Det går emellertid att motivera övervakning ur ett strikt företagsekonomiskt perspektiv även i det fall andelsägarna är ovilliga att betala för den och även om den inte ökar värdet på det övervakade företaget, men det förutsätter att andelsägarna är intresserade av övervakning. Övervakning är då att jämföra med andra typer av säljstödande åtgärder såsom marknadsförings- och reklaminsatser och ökar fondbolagets vinst genom att den attraherar fler andelsägare och/eller fler sålda andelar. För att så skall vara fallet måste fondbolagets övervakningsstrategi sammanfalla med andelsägarnas intressen och andelsägarna, måste utan onödiga kostnader, kunna byta till den fond som förvaltas av det fondbolag som bäst företräder deras intressen. Men så är ej fallet. Byte av fond kan inte ske utan att tidigare uppkomna realisationsvinster måste beskattas. En övervakande fond kan därför inte räkna med att kunna vinna marknadsande-

Tabell 1 Minsta nödvändig ökning av fondbolagets marknadsandel för att övervakning skall vara lönsam.

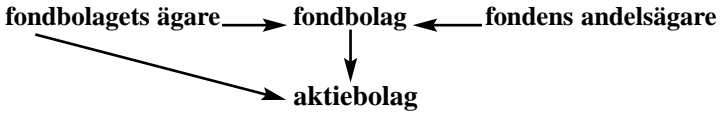
	Andel av företagets värde som förvaltas av fonden	
Företagsstorlek	4 %	2 %
40 mdr SEK	0,625 %	1,25 %
20 mdr SEK	1,25 %	2,5 %
10 mdr SEK	2,5 %	5 %
5 mdr SEK	5 %	10 %

lar från befintliga fonder utan är i allt väsentligt begränsad till att konkurrera om hushållens nytillförda fondkapital. Det betyder att den procentuella förändringen i antalet andelsägare/andelar i praktiken är liten.

Hur mycket måste då antalet andelsägare/andelar öka, för att det skall vara ekonomiskt försvarbart för fondbolaget att övervaka? Detta anges i *Tabell 1*. Kalkylen har baserats på att fondavgiften är 1 procent, att den årliga kostnaden för övervakning är 100 000 kronor, samt på att fonden förvaltar 4 respektive 2 procent av företagets aktiekapital.

Tabellen visar att det övervakade företagets storlek, tillsammans med fondens ägarandel, är viktig för kalkylen. En investering i ett större företags aktier är, som synes, lättare att förena med övervakning än den i ett mindre företag, på så vis att det krävs en mindre ökning av antalet andelsägare. En stor ägarandel gör det också lättare för fonden att uppnå lönsamhet i sin övervakning. Tabellen visar vidare att det krävs en betydande ökning av marknadsandelen för att motivera aktiv övervakning av ett medelstort företag med ett börsvärde i storleksordningen 5–10 miljarder SEK. En central fråga för oss, men som vi lämnar obesvarad, är om andelsägarnas samlade efterfrågan på övervakning, med rådande skatteregler, är tillräckligt stor för att så skall vara fallet.

Figur 1 Fondbolaget – en intressentmodell



3. Bör fondbolagen utöva ägaransvaret?

Frågan om fondbolagens lämplighet att utöva ägaransvaret sammanhänger med de lojalitetskonflikter som skapats av fondlagen och som finns inbyggda i den rådande strukturen. De konflikter som vi vill uppmärksamma här är de som följer av att agenten – fondbolaget – måste tjäna två principaler samtidigt, fondbolagets ägare och andelsägarna. Detta ser vi enklast genom att anlägga ett kontrakt-rättsligt perspektiv på fondbolaget.⁷ I centrum för analysen står fondbolaget som har en kontraktrelation med sina ägare, andelsägare och de företag i vars aktier fonden investerar. Övriga intressenter såsom anställda, långivare, förvaringsinstitut etc bortser vi ifrån här.⁸ En starkt förenklad bild av fondbolaget och dess viktigaste intressenter visas i *Figur 1*.

Eftersom fondbolaget, enligt fondlagen (§ 6), skall vara ett aktiebolag är dess kontrakt med ägarna ett normalt aktieägarekontrakt och denna relation regleras genom aktiebolagslagen. Av denna (ABL 12:1 2 st) följer att aktiebolagets syfte är att bereda aktieägarna vinst (vinstmaximera). Kontraktförhållandet mellan fondbolaget och andelsägarna regleras av fondlagen och kan närmast beskrivas såsom att andelsägarna har rätt att lösa in sina andelar närhelst de önskar och att priset skall motsvara värdet på de underliggande tillgångarna. Därutöver har de rätt att få den del av aktiernas utdelning som kvarstår efter det att fondbolaget tagit ut de avgifter som de anser sig behöva för att täcka sina kostnader och ge sina ägare en lämplig vinst.⁹

Fondbolagen har slutligen, i förhållande

till de företag fonden investerar i, tilldelats en ägarroll därför att rösträtten för dessa aktier utövas av fondbolagens styrelser. Andelsägarna saknar därmed normalt inflytande över rösträttsfrågor eftersom de inte har någon lagreglerad rätt att utse representanter i fondbolagens styrelser; denna togs bort i 1990 års lag. Lagen tillåter dock enskilda fondbolag att införa regler för representation i styrelse för att tillgodose de andelsägare som föredrar fonder med andels-ägarinflytande.¹⁰

3.1 Fondlagens intressekonflikter

Följden av den ovan beskrivna ordningen är att när en enskild placerare ersätter en

⁷ För en diskussion, se Alchian & Demsetz [1972], Coase [1937] m fl.

⁸ Eftersom fondbolagets ägare ofta är samma juridiska person som dess förvaringsinstitut kan man också peka på en potentiell konflikt mellan förvaringsinstitutet och andelsägarna. Men denna konflikt skiljer vi inte från den som kan finnas mellan fondbolagets ägare och dess andelsägare.

⁹ Andelsägarna har emellertid ingen lagenlig möjlighet att påverka skötseln av fondens tillgångar. Detta gäller inte bara utformningen av fonden utan också frågor som rör huruvida en fond skall byta karaktär, slås samman med någon annan fond inom samma fondbolag, överföras till något annat fondbolag eller helt avvecklas.

¹⁰ Någon principiell diskussion till varför denna förändring, som är till nackdel för andelsägarna har skett, förekom inte annat än att fondspararna förmodades vara mer intresserade av kvalificerade förvaltartjänster än av inflytandefrågor. Berörda parter – fondbolag och dåvarande bankinspektion – ansåg därtill att det vara alltför betungande och kostsamt att hantera stämmorna på vilka styrelsernas ledamöter utsågs. Se Ds 1989:71 s 48.

Tabell 2 Andel av det totala röstvärdet i svenska företag som samtliga svenskregistrerade fondbolag förfogar över.

Andel av röstvärdet %	Små företag		Medelstora företag		Stora företag	
	antal	andel %	antal	andel %	antal	andel %
0	172	68,3	14	30,4	12	38,7
1-2	11	4,4	6	13,0	2	6,5
3-4	18	7,1	4	8,7	7	22,6
5-6	23	9,1	1	2,2	6	19,4
7-8	7	2,8	4	8,7	1	3,2
9-10	6	2,4	7	15,2	0	0
11-12	5	2,0	4	8,7	1	3,2
13-14	3	1,2	3	6,5	0	0
15-16	3	1,2	0	0	1	3,2
17-18	1	0,4	1	2,2	0	0
19-20	0	0	1	2,2	1	3,2
21-22	1	0,4	0	0	0	0
>22	2	0,8	1	2,2	0	0
Summa	252	100	46	100	31	100
Totalt börsvärde (miljarder SEK)	156		304		2 963	

Källa: Börsguiden, Delphi Economics

aktieportfölj med fondandelar, övergår den formella kontrollrätten från företagets egentliga ägare till fondbolaget, som inte förfogar över något kapital. *Kapitalrisken har därmed separerats från kontroll- och övervakningsfunktionen och andelsägarnas innehav får närmast karaktären av rösträttslösa aktier. Hela den bärande idén bakom utformningen av aktiekontraktet med dess fördelning av rättigheter har därmed förvanskats.* Denna separation skapar därutöver en rad problem som sammanhänger med fondbolagets målsättning och med de potentiella intressekonflikter som uppmärksammats tidigare och som är särskilt besvärande i rösträttsfrågor.

Vad avser fondbolagets målsättning skall dessa enligt fondlagen agera utslutande i andelsägarnas intresse (§ 1). Detta gäller även i frågor som rör hur rösträtten skall utövas. Men för att övervakningen skall ske i andelsägarnas intressen måste fondbolaget ha kunskap om dessa. Lagen innehåller emellertid inga direktiv för hur

detta skall gå till. Lagen tar heller ingen hänsyn till att olika andelsägare kan ha olika intressen och liksom professionella förvaltare bedöma en affär olika. För ett fondbolag måste därför övervakningsuppdraget te sig omöjligt, med mindre än att innebörden av "andelsägarnas intressen" tydligt preciseras. En möjlighet är att låta andelsägarnas intressen sammanfalla med företagets vinstmaximering. På så sätt kan 1000-tals olika målfunktioner, innehållande hänsyn till miljö, etik, sysselsättning, etc, ersättas med en enda – vinstmaximering.

En allvarligare restriktion på fondbolagens agerande är att de också måste agera oberoende av förvaringsinstitutet (§ 1). Men då förvaringsinstitutet ofta är samma juridiska person som fondbolagets ägare gäller att oberoende också skall råda mellan fondbolaget och dess ägare, vilket står i uppenbar konflikt med aktiebolagslagens krav på vinstmaximering. Det finns visserligen ingen anledning att befara att fondbolagen i alla avseenden styrs av sina

Tabell 3 De enskilda fondbolagens innehav av röstvärdet i olika företag.

Andel av röstvärdet (%)	ROBUR	Merita Nordbanken	SEB	Svenska Handelsbanken
	A N T A L		F Ö R E T A G	
1-4	14	16	27	16
5-9	22	10	20	5
10-14	13	2	2	
15-19	3			
20-	1			
Totalt	53	28	49	21

Källa: Börsguiden, Delphi Economics

ägare, men i frågor som är centrala för ägaren kan lojalitetskonflikter uppstå.

Detta är särskilt besvärande på den svenska fondmarknaden som domineras av de fyra svenska storbankerna – mer än 80 procent av fondkapitalet förvaltas av bankägda fondbolag. Vi kan lätt föreställa oss en situation där fondbolaget förfogar över ett stort antal röster i ett företag till vilket fondbolagets ägare – banken – samtidigt är en betydande långgivare. Banken agerar då både som ägare, via de aktier som ligger i fonden, och som en viktig långgivare till företaget ifråga. I egenskap av bank måste banken skydda sina fordringar på företaget, men i egenskap av ägare (eller mera korrekt som innehavare av rösträtten) måste banken skydda sina ägarintressen.¹¹ Den centrala frågan, som vi här lämnar obesvarad, är vems intresse som kommer att dominera.

Fondlagens krav på att fondbolaget skall företräda andelsägarnas intressen är med andra ord ingen garanti för att så alltid sker, därför att det konkurrerar med aktiebolagslagens krav på fondbolagets ledning skall företräda sina ägares – bankernas – intressen. Denna ordning är knappast heller i enlighet med intentionerna i vår banklagstiftning som inte tillåter banker att äga aktier utan finansinspektionens tillstånd (Bankrörelselagen 1987:617, 2 kap, 6 §).

Detta lojalitetsproblem skall inte underskattas, då fonderna har kommit att förvalta ett betydande kapital och förfoga över ett stort röstvärde. I Tabell 2 visas hur stor andel av röstvärdet som fondbolagen tillsammans förfogar över i små, medelstora och stora företag.¹² De angivna siffrorna, som gäller för januari 1999, skall ses som minimivärden eftersom beräkningarna bara inkluderar innehavet hos ett fondbolag om det återfinns bland de fem största svenska ägarna. Inte heller inkluderas de utländska fondbolagens ägarandel, därför att det är omöjligt att få en korrekt uppfattning om denna.¹³

¹¹ För att undanröja detta problem finns regler för hur bankens olika avdelningar skall arbeta oberoende av varandra och inte förmedla information till andra avdelningar som kan försätta mottagarna i en lojalitetskonflikt. Dessa går vanligen under benämningen "Chinese Walls".

¹² Med små företag avses företag med ett börsvärde som understiger 3 miljarder SEK. Ett medelstort företag är ett företag med ett börsvärde större än 3 miljarder SEK, men mindre än 20 miljarder SEK. Ett stort företag har ett börsvärde som överstiger 20 miljarder SEK.

¹³ Innehavet hos de utländska fondbolagen registreras inte alltid hos VPC i deras eget namn utan i en förvaltares, som kan vara en bank. I detta innehav går det inte att särskilja privatpersoners innehav från fonder och stiftelsers.

Fondbolagens dominans är som synes störst bland de medelstora företagen. I nästan 50 procent av dessa har fondbolagen tillsammans mer än 5 procent av röstvärdet. Motsvarande siffra för de minsta och de största företagen är 20 respektive 32 procent. Tabellen visar också att fondbolagen tillsammans förfogar över mer än 10 procent av röstvärdet i mer än 20 procent av de medelstora företagen. För de största bolagen är denna siffra 10 procent.

Möjligheten till maktutövning skiljer sig åt mellan de bankägda fondbolagen. Detta visas i *Tabell 3* som anger i hur många företag som de fyra bankägda fondbolagen är bland de fem största ägarerna samt hur stor andel av röstvärdet dessa i så fall har. Uppgifterna i tabellen, som också speglar situationen i januari 1999, visar att Robur har en dominerande ställning (mer än 10 procent av röstvärdet) i inte mindre än 17 företag. Robur är därtill den enskilt största ägaren i några företag.

4. Vem skall övervaka företagen när fondbolagen inte gör det?

Utformningen av fondlagen har alltså betydelse för övervakningen av våra publika företag. Den aktör – fondbolaget – som har tilldelats rösträtten har bara svagt intresse av att vara en aktiv ägare och det är heller inte självklart att det skall utöva denna funktion. Men vem skall då suga upp och utnyttja den latent makt som ligger i fondkapitalet? Kan och bör denna aktör vara fondbolaget och hur skall då de lagar som reglerar fondmarknaden utformas för att övervaknings- och kontrollfunktionen skall förstärkas och ske i andelsägarnas intressen?¹⁴

4.1 Annan associationsform

Den omständighet att fondbolag är aktiebolag och faller under aktiebolagslagens krav på vinstmaximering, förstärker deras incitament att vara passiva ägare, dvs fripassagerare. För att undanröja detta problem skulle fondbolagen kunna drivas i någon annan associationsform, exempelvis som ömsesidigt bolag (ekonomisk för-

ening). Fripassagerareproblemet undanröjs inte av detta, men minskas under förutsättning att andelsägarna är villiga att betala för övervakning och uppfattar att deras intressen företräds av fondbolaget och inte nödvändigtvis sammanfaller med övriga ägares intressen.

En annan möjlighet är att låta fondbolaget anta investmentbolagets form. Ur riskavkastningssynvinkel är aktier i ett obelånat investmentbolag och *andelar i en sluten fond* identiska instrument, förutsatt att fonden investerar i samma värdepapper och i samma proportioner som investmentbolaget.¹⁵ Investmentbolagen uppträder emellertid – till skillnad från fonderna – som aktiva ägare och övervakar de företag de investerar i, därför att investmentbolagets ägare kan tillgodogöra sig den vinst som kontrollfunktionen skapar. Incitamenten att övervaka är särskilt starka om investmentbolaget har en kontrollägare, ty denne kan övervältra övervakningskostnaden på investmentbolagets övriga ägare men skörda vinsterna själv.

Den enskilde aktieägaren har då att ta ställning till att köpa aktier i investmentbolaget och därigenom köpa in sig i en portfölj bestående av låt säga *m* olika företag eller att skapa en egen portfölj med samma vikter som ovan genom att

¹⁴ En mindre förändring består i en ändring av fondens placeringsbestämmelser så att en fond tillåts att inneha mer än 5 procent av ett företags röstvärde. Detta skulle ge fonden utökade reella möjligheter till kontroll och övervakning och därigenom ökade incitament till övervakning. Men samtidigt ökar detta utrymmet för maktmissbruk, vilket kan vara särskilt besvärande mot bakgrund av de tidigare diskuterade lojalitetskonflikterna. Dessa kan dock delvis undanröjas genom att restriktioner läggs på vem som får äga ett fondbolag.

¹⁵ Rättsligt föreligger dock viktiga skillnader som bl a gäller förmögenhetsmassans ställning. I fallet fond har den en ställning som en särskild förmögenhetsmassa som är skild från det förvaltande bolagets. Så är ej fallet för ett investmentbolag där det förvaltrade kapitalet ingår i investmentbolagets övriga tillgångar.

köpa de m aktierna direkt på marknaden. De två portföljerna är identiska men den direktägda portföljen ger en högre avkastning därför att den inte belastas av övervakningskostnaden. Det säger sig självt att investmentbolaget under dessa omständigheter har svårt att hävda sig, med mindre än att dess aktier säljs med rabatt. Idag ligger investmentrabatten på 20-30 procent beroende av bolag. Denna siffra förefaller rimlig och motsvarar en årlig förvaltnings- och övervakningskostnad på 0,2-0,4 procent av storleken på det förvaltade kapitalet hos ett obelånat investmentbolag. Om rabatten motsvarar de faktiska övervakningskostnaderna är dessa strategier, i kronor räknat, desamma men investmentbolagsstrategien långsiktigt att föredra ty den inbegriper övervakning.¹⁶

4.2 Ändrade regler för beskattning av realisationsvinster vid fondbyten

De publika företagen kan också övervakas och kontrolleras genom att allmänna riktlinjer för deras skötsel, s k *ägarpolicies* utformas. Argumentet är här att företag som inte uppfyller dessa riktlinjer ej heller kommer att vara föremål för fondens investeringar. Denna strategi är vanlig bland fondbolagen och kan utöva en signifikant press på företagets ledning. Detta gäller i synnerhet om fondbolaget förvaltar ett stort kapital, eftersom värdet på företaget kan utvecklas mindre gynnsamt om fonden avyttrar sitt innehav. Till detta skall läggas värdet av den signalering som fonden därigenom vidarebefordrar till marknaden och som kan förmå andra investerare att agera på ett likartat sätt. Arbetet med att utforma allmänna riktlinjer kan kompletteras med att fondbolaget också i mera konkreta ägarfrågor (uppköp, sammanslagning etc) aktivt väljer ståndpunkt och offentliggör detta.

För att allmänna riktlinjer skall fungera som en övervakare krävs dock både att fondbolaget kan avyttra stora poster om företaget inte lever upp till de uppsatta kraven och att andelsägarna kan signalera sin uppfattning genom att köpa andelar av

det fondbolag som förespråkar deras önskemål. Det förre kräver likvida marknader/tillgångar och låga transaktionskostnader vilket, enligt fondlagens § 18, måste vara fallet för de tillgångar fonden investerar i. Det senare kräver att andelar kan säljas – bytas – utan att uppkomna kapitalvinster beskattas. Så är som tidigare påpekats ej fallet idag utan realisationsvinster måste beskattas omedelbart. Detta låser in fondkapitalet och möjliggör egentligen bara sådana förskjutningar i det förvaltade kapitalet mellan olika fonder som sker genom nytillfört kapital.

En ändring av skattelagen innebärande att realisationsvinster kan skjutas upp vid fondbyten skulle stärka incitamenten hos fondförvaltarna att aktivt och tydligt agera i andelsägarnas intressen och bringa de privatekonomiska och företagsekonomiska intressena att sammanfalla. Om ett fondbolag intar en viss ståndpunkt i en fråga, det kan exempelvis gälla ett uppköpserbjudande, och om denna skiljer sig från andelsägarnas, kan dessa genom hot att sälja fondandelarna och därigenom minska fondbolagens intäkter, förmå fondbolagen att istället agera i deras intressen.

En ändring av skattelagen i den föreslagna riktningen skulle därför stärka andelsägarnas ställning och erbjuda en kompensation för den borttagna ursprungliga lagenliga rätten att via representation i styrelsen påverka såväl skötseln av fonden som utnyttjandet av rösträtten. Denna förändring är givetvis också till fördel för de fondbolag som verkligen söker inhämta andelsägarnas synpunkter och vara aktiva ägare genom att de kan öka sina marknadsandelar och framtida intäkter.

¹⁶ Aktier i ett investmentbolag kan också göras identiska med andelar i en öppen fond, men det förutsätter att aktiebolag med rörligt aktiekapital tillåts. Fondbolag konstruerade som ett investmentbolag med rörligt aktiekapital, s k Open Ended Investment Companies eller OIEC, är vanligt förekommande utanför Sverige.

4.3 Handel med rösträtter

En annan möjlighet är att tillbakaföra rösträtten på dem som bär kapitalrisken, dvs andelsägarna, samtidigt som en organiserad handel med rösträtter tillåts. En överföring av rösträtter är inget nytt eller i sig komplicerat utan har länge praktiserats genom fullmaktsförfarande. Det nya här består i att handel av rösträtter parallellt med prissättning av dessa tillåts. I enlighet med detta betraktelsesätt har två av de rättigheter som förknippas med en aktie – rätten till avkastning och rätten till kontroll – separerats från och prissatts var för sig.¹⁷

Andelsägaren kan under dessa förutsättningar välja mellan att behålla och utnyttja rösträtten, att behålla men avstå från att utnyttja rösträtten, eller att sälja den till någon annan. Vilken strategi andelsägaren väljer bestäms av vilket pris rösträtten betingar samt på hur värdet på hans innehav påverkas av det sätt på vilket rösträtten utövas. Exakt var priset på rösträtten hamnar beror på vinsten av övervakningen samt på den enskilde investerarens förhandlingsskicklighet. Här förefaller det rimligt att rösträtten förvärvas av den aktör som bäst kan internalisera värdet av övervakningen.

Fördelen med handel i rösträtter består i att dessa kommer att utnyttjas av någon, med effektivare övervakning som följd. Nackdelen består i att andelsägaren inte i förväg och med säkerhet vet hur den kommer att utnyttjas. Om låt säga en dominerande ägare kan öka sin andel av rösterna till mer än 50 procent, kan denna maktposition utnyttjas för att ensidigt gynna honom på de övriga ägarnas bekostnad, vilket kan ge allvarliga konsekvenser för dessa.¹⁸

5. Sammanfattande synpunkter

Aktiekontraktets specifika utformning där ägarens rätt till del i vinsten balanseras mot dennes rätt till övervakning och kontroll är tänkt att tillsammans forma en stabil grund för utvecklandet av effektiva företag. Det moderna publika företaget

kännetecknas emellertid i allmänhet av ett mycket spritt ägande. Övervakningens kollektiva natur tillsammans med avsaknaden av en tydlig kontrollägare riskerar att försvaga övervakningen och kontrollen av företagen med negativa följder för den ekonomiska effektiviteten.

Genom att poola kapital och röster till en fond skulle effektiviteten i övervakningen kunna öka. Fondbolagens incitament att spontant påta sig övervakningsfunktionen är emellertid svagt, vilket sammanhänger med att vinsten av övervakningen inte kan internaliseras. Den tillfaller inte bara fondens andelsägare utan alla kapitalägare, men ej fondbolaget, samtidigt som kostnaden för den bärs av fondbolagets ägare eller andelsägare, beroende av konkurrenssituationen.

Fondformens starka attraktion på sparrarna i kombination med att fondbolagen tilldelats ägaransvaret är med andra ord inte ändamålsenlig ur ett strikt ägarstyrningsperspektiv. Den riskerar att leda till att rösträtten inte utövas alls med försämrade övervakning av företagen som följd. Ett allvarligare scenario består i att fondbolagen utövar sitt ägaransvar men gör det i sina ägares intressen. Detta är fullt möjligt eftersom andelsägarna saknar lagenliga möjligheter att påverka sina uppdragsstagare – fondbolagen.

Den nuvarande ordningen medför därför att en del av det svenska kapitalet i någon mening blir herrelöst och att rösträtten utövas av en mindre kapitalandel. I syfte att förmå fondbolagen att ta ett aktivare ägaransvar i andelsägarnas intressen

¹⁷ I sin förlängning innebär det i princip att rösträttslösa aktier tillåts.

¹⁸ Det talar för att i den mån handel med rösträtter tillåts måste minoritetsägarnas ställning ges ett utökat skydd. Ett visst minoritetsskydd finns inskrivet i den svenska aktiebolagslagen, men flera av dessa regler förutsätter att ägaren eller gruppen av ägare förfogar över åtminstone 10 procent av rösterna. Är ägarandelen mindre än så saknas i princip allt lagligt skydd. Se Bergström & Samuelsson [1997] för en diskussion.

krävs olika insatser, samtliga förenade med justeringar av fondlagen. Dessa justeringar inbegriper ändringar av fondbolagens associationsform, regler för beskattning av realisationsvinster samt utvecklandet av en marknad för handel med röst-rätter.

Omfattningen av problemet skall inte underskattas. Fondernas storlek har vuxit mycket snabbt i Sverige under 1990-talet. 1970 förvaltades mindre än 1 procent av det samlade börsvärdet av fonder. 1997 förvaltade de knappt 400 svenska aktiefonderna aktier till ett värde av ca 300 miljarder SEK enligt uppgift från Fondbolagens Förening [1997], motsvarande närmare 14 procent av det samlade börsvärdet. Enskilda fondbolag har också intagit en kontrollposition i flera börsföretag. Sett mot denna bakgrund är det angeläget att också ägaren bakom detta kapital ges en röst.

Referenser

- Alchian, A & Demsetz, H, [1972], "Production, Information Costs and Economic Organisation", *American Economic Review*, vol 62, s 777-795.
- Bergström, C & Samuelsson, P, [1997], *Aktiebolagets grundproblem*, Nerenius & Santerus Förlag AB, Stockholm.
- Chant, J, [1987], "Regulation of Financial Intermediaries – A Functional Analysis", Technical Report 45, Bank of Canada, Ottawa.
- Coase, R, [1937], "The Nature of the Firm", *Economica*, vol 4, s 386-405.
- Diamond, D W, [1984], "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, vol 51, s 393-414.
- Dowd, K, [1996], *Competition and Finance; A Reinterpretation of Financial and Monetary Economics*, Macmillan Press Ltd, London.
- Finansdepartementet [Ds 1989:71], En ny aktiefondslag.
- Fondbolagens Förening [1997], *Fondfakta*, Stockholm.
- Hart, O, [1995], *Firms Contracts and Financial Structure*, Clarendon Press, Oxford.
- Jensen, M C & Mechling, W H, [1976], "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, vol 3, s 305-360.
- Jensen, M C & Ruback, R S, [1983], "The Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, vol 11, s 5-50.
- Jensen, M C, [1992], "Market for Corporate Control" i Newman, P, Milgate, M & Eatwell, J, (red), *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, vol 2, Macmillan, London.
- Näringsutskottets betänkande [1990/91:NU4], *Värdepappersfonder*.
- Ramakrishnan, R T S & Thakor, A V, [1984], "Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation", *Review of Economic Studies*, vol 51, s 415-432.
- Regeringens proposition [1989/90:153], *Proposition om värdepappersfonder*.
- Riksdagsskrivelse [1990/91:47] .
- Schleifer, A & Vishny, R W, [1986], "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, vol 94, s 461-488.
- Schleifer, A & Vishny, R W, [1997], "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, vol 51, s 737-783.
- SOU 1988:38, *Ägande och Inflytande i svenskt Näringsliv*, huvudbetänkande från ägarutredningen.
- Zingales, L [1998], "Corporate Governance", i Newman, P (red), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, vol 1, Macmillan, London.