



GÖTEBORGS UNIVERSITET
HANDELSHÖGSKOLAN

”Majority of the minority”

*Om stämmojävetts ändamålsenlighet som minoritetsskyddsregel i den svenska
bolagsrätten*

Oskar Persson

Juridiska institutionen

Examensarbete 30 hp

Juristprogrammet höstterminen 2018

Handledare: Erik Lidman

Examinator: Magdalena Giertz

Sammanfattning

En av de viktigaste grunderna i aktiebolagets funktionssätt är att en aktieägare är fri att främja sina egna intressen. Detta utgör i mångt och mycket själva anledningen till varför en aktieägare aktivt intresserar sig i ett bolags verksamhet, och är en förklaring till förekomsten av kontrollägare, trots free-rider problem. Samtidigt är aktieägarens rätt att främja sitt eget intresse orsaken till varför minoritetsskyddet är ett av de centrala spörsmålen för aktiebolagsrätten. Utan ett sådant skydd hade en minoritetsställning i ett bolag blivit så riskfyllt att en kapitalanskaffning väsentligen försvårats och fördyrats. På tre ställen i ABL återfinns därför *jävsregler* som förhindrar en aktieägare att i alltför hög utsträckning främja sitt eget intresse genom att påverka bolagets angelägenheter. De tre jävsreglerna är jäv vid ansvarsfrågor, jäv vid fusion samt delning samt jäv vid närståendetransaktioner.

När man kollar närmre på de svenska jävsreglerna kan man se att de skiljer sig åt på ett antal punkter. Den mest avgörande skillnaden är att man vid jäv vid ansvarsfrågor endast röstar om ärendet ska överlämnas till domstol för en objektiv prövning eller inte. Genom att låta domstolen utföra själva prövningen av ansvarets innehåll bibehålls något som kan kallas för ett avgörande moment *ex post*, ett moment som saknas när bolagsstämman avgör om bolaget ska ingå en fusion eller genomföra en närståendetransaktion. Frågan avgörs istället helt och hållet beroende på hur aktieägarna avlade sina röster på stämman, d.v.s. *ex ante*.

Om man betraktar de rättseconomiska fördelarna med jävsregeln kan man se att den viktigaste aspekten är förhållandet att en åtgärd helt och hållet bedöms på förhand. Eftersom minoritetsägarna ges tillfälle att på förhand avgöra om åtgärden var oönskad blir nämligen en prövning som tar sikte *ex post* helt överflödig. När jag undersöker hur jävsregeln används och uppfattas i den amerikanska och brittiska rätten finner jag också att detta är den mest uppskattade fördelen. Med detta sagt måste man också utreda hur aktieägarminoriteten använder sin rösträtt, där två stora hinder för en ändamålsenlig användning av rösträtten är kostnaden för kollektivt handlande samt förhållandet att en minoritetsgrupp i regel lider av informationsasymmetri.

Genom att ha läst de svenska jävsreglerna med en rättseconomisk bakgrundsförståelse har jag kommit fram till att det endast är jäv vid ansvarsfrågor som är ändamålsenlig. Anledningen till detta är att dessa regler på ett kostnadseffektivt sätt sällar bort de som har ett egenintresse av att situationen inte prövas i domstol efter klart definierade juridiska bedömningsstandarder. Vad gäller de övriga jävsbestämmelserna har jag kommit fram till att ändamålsenligheten kan ifrågasättas. Här anser jag att lagstiftaren inte har beaktat följd effekterna av att aktieägarminoriteten avgör vad som är en oönskad åtgärd i tillräcklig mån. Med anledning av detta har jag föreslagit ett antal åtgärder som på olika sätt kan förbättra ändamålsenligheten.

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
Ds	Departementsserien
EG	Europeiska gemenskapen
EU	Europeiska unionen
f.	följande sida
ff.	följande sidor
ibid.	Ibidem (på samma ställe)
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
prop.	Proposition
s.	sidan
SKB	Svensk kod för bolagsstyrning
SOU	Statens offentliga utredningar
ÅRL	Årsredovisningslagen (1995:1554)

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

DEL I – INTRODUKTION.....	I
1.1 ETT MINORITETSSKYDD PÅ MODET	1
1.2 SYFTE OCH FRÅGESTÄLLNING	2
1.3 TEORI OCH METOD.....	2
1.3.1 Rättsekonomisk teori.....	2
1.3.2 Metod.....	3
1.4 AVGRÄNSNINGAR.....	4
1.5 DISPOSITION.....	4
DEL II – AKTIEÄGAREN OCH AKTIEBOLAGET	6
2.1 MAJORITETSPRINCIPENS BETYDELSE FÖR BOLAGSSTYRNINGEN.....	6
2.2 DEN SVENSKA STYRNINGSMODELLEN.....	6
2.2.1 En modell för värdeskapande.....	6
2.2.2 Restriktioner för majoritetens beslutsfattande	7
DEL III – SVERIGE OCH STÄMMOJÄVET	11
3. JÄVSREGLERNAS TILLÄMPNING OCH FRAMVÄXT.....	11
3.1 VID ANSVARSFRÅGOR	11
3.1.1 Tillämpningsområdet	11
3.1.2 Framväxt och överväganden.....	12
3.1.3 Sammanfattning.....	13
3.2 VID FUSION OCH DELNING AV BOLAG	14
3.2.1 Tillämpningsområdet	14
3.2.2 Framväxt och överväganden.....	14
3.2.3 Sammanfattning.....	18
3.3 VID NÄRSTÄENDETRANSAKTIONER	19
3.3.1 Tillämpningsområdet	19
3.3.2 Framväxt och överväganden.....	20
3.3.3 Sammanfattning.....	22
4. SAMMANFATTNING – JÄVSREGLERNAS FUNKTION SKILJER SIG ÅT	24
DEL IV – JÄVSREGELN OCH RÄTTSEKONOMIN	25
5. OM JÄVSREGELNS FUNKTION OCH VERKAN	25
5.1 JÄVSREGELNS SÄRDRAG OCH UPPFATTADE FÖRDELAR.....	25
5.2 KAN EN MINORITET FÖRVÄNTAS UTNYTTJA JÄVSREGELN PÅ AVSETT SÄTT?	27
5.2.1 Institutionella investerare.....	28
5.2.2 Särskilt om aktivister.....	30
5.3 FÖRHÅLLET ATT SKADLIGA TRANSAKTIONER BESTÄMS EX ANTE.....	32
5.4 HUR KAN EN JÄVSREGELS FUNKTION OCH VERKAN PÅVERKAS?	32
5.4.1 Extern kommittés utlåtande	32
5.4.2 Dispens från användandet av jävsregeln.....	35
6. EN INTERNATIONELL UTBLICK	37
6.1 STORBRIANNIEN.....	37
6.2 FÖRENTA STATERNA.....	40
DEL V – SYNPUNKTER OCH SLUTSATSER	42
7. ÄR JÄVSREGLERNA ÄNDAMÅLSENLIGA?	42
7.1 VID ANSVARSFRÅGOR	42

7.2 VID FUSION OCH DELNING AV BOLAG	43
7.3 VID NÄRSTÅENDETRANSAKTIONER	46
8. SLUTSATS	51
KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	52
OFFENTLIGT TRYCK	52
OFFENTLIGT TRYCK FRÅN EU	52
LITTERATUR	52
ARTIKLAR	54
RÄTTSFALL OCH AVGÖRANDEN.....	58
INTERNETKÄLLOR.....	58

DEL I – Introduktion

1.1 Ett minoritetsskydd på modet

Den förhärskande uppfattningen om kontrolläggande i Sverige bygger på att en kontrollerande aktieägare har rätt incitament och erfarenhet att bättre och mer effektivt styra och övervaka ett bolag än aktieägare med mycket små aktieinnehav och andra marknadsbaserade övervakningsåtgärder, såsom marknaden för företagskontroll eller tillsynsorgan. Samtidigt är vi dock givetvis medvetna om risken för majoritetsmissbruk genom att kontrollägaren kan utöva sitt inflytande för att gynna sig själv på minoritetens bekostnad – agentproblemet mellan en kontrollerande aktieägare och övriga minoritetsaktieägare. Eftersom syftet med den aktiebolagsrättsliga regleringen är att skapa ekonomisk effektivitet måste lagstiftarens avvägningsexercis sträva efter att kontrolläggarens inflytande över bolaget är nettopositivt – med andra ord att de ekonomiska fördelar kontrolläggande genererar är större än agentkostnaderna.¹ Den bolagsrättsliga regleringen begränsar därför majoriteten från att ägna sig åt vad som kan kallas för rättsmissbruk, vilket kan ske direkt, indirekt, *ex post* eller *ex ante*.

För att skapa en nettopositiv balans finns därför bl.a. regler om jäv för aktieägare i vissa frågor i aktiebolagslagen (2005:551) (ABL). Under lång tid var det endast beslut om *ansvarsfrihet för styrelsens medlemmar*² som föranledde att en jävsregel tillämpades, men sedan drygt tio år tillbaka tillämpas även en jävsregel *vid beslut om fusion/delning av bolag*³. I och med det nya förslaget att reglera *närståendeaffärer*⁴ kommer, av allt att döma, de två jävsreglerna nu att utökas.

Inom den internationella doktrinen talar man allt oftare om jävsregeln som en effektiv minoritetsskyddsmodell.⁵ Jävsregeln är också en regleringsmetod som ökat i popularitet och används idag bl.a. i delstaten Delaware, Storbritannien, Israel samt Indien.⁶ Mot denna bakgrund kan man därför fråga sig om den utveckling vi ser i Sverige utgör en del av en större allmän trend. Genom det nya förslaget om närståendeaffärer kan man nämligen se en ökad regelimport, något som väcker ett antal frågeställningar om jävsregelns ändamålsenlighet i en svensk kontext. Dessa frågeställningar ska behandlas inom ramen för denna uppsats.

¹ Ronald J. Gilson, "A Model Company Act and a Model Company Court," *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 489*; *Columbia Law and Economics Working Paper No. 539* (March 19, 2016): s. 6. Tillgänglig på: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2750256>.

² ABL 7 kap.

³ ABL 24 kap. 17 §.

⁴ Ds 2018:15.

⁵ Internationellt talar man om att beslutet fattas av "the majority of the minority", vilket har blivit samlingsnamnet för modellen, och gett upphov till benämningen "MOM".

⁶ Luca Enriques, "Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)," *European Business Organization Law Review* 16, no. 1 (2015): 15.

1.2 Syfte och frågeställning

Det huvudsakliga syftet är att mot bakgrund av rättsekonomisk teoribildning närma sig frågan om en jävsbestämmelse i egenskap av *ex ante*-reglering utgör ett ändamålsenligt minoritetsskydd. Urvalet av de konkreta jävsbestämmelserna i den svenska bolagsrätten ger emellertid också utrymme för ett mer precist syfte och frågeställning. Syftet med uppsatsen är således vidare att utvärdera om de svenska reglerna om jäv för aktieägare vid stämmobeslut rörande ansvarsfrihet, beslut om fusion och delning, samt den föreslagna jävsregeln i samband med godkännande av närståendetransaktionssituationer är ändamålsenliga.

Följande frågeställningar aktualiseras således:

1. Hur tillämpas de svenska jävsreglerna och vad är deras funktion och ändamål?
2. Kan de svenska jävsreglerna anses utgöra ett ändamålsenligt minoritetsskydd ur ett rättsekonomiskt perspektiv?

1.3 Teori och metod

1.3.1 Rättsekonomisk teori

I en marknadsekonomi är tillväxt medlet som ska bidra till ökat samhälleligt välbefinnande och från detta perspektiv kan tre övergripande syften med den aktiebolagsrättsliga regleringen uppställas: 1) att möjliggöra ett välfungerande näringsliv, 2) att möjliggöra för bolag att attrahera kapital samt 3) att bidra till en optimal resursallokering.⁷ Med andra ord ska aktiebolaget möjliggöra att innovativa idéer och tillgängliga investeringar sammanförs och förvaltas inom en fungerande samarbetsform, vilket i sin tur ska generera avkastning och tillväxt. För att möjliggöra sådana övergripande ändamål fyller rättsekonomi en viktig funktion, då den kan besvara frågor som *hur lagen bör se ut, varför lagen ser ut som den gör och verkningarna därtill*.⁸ Rättsekonomi ger därför såväl en förklaring som en startpunkt för vidare undersökningar.⁹

Under uppsatsen kommer tre rättsekonomiska teorier användas, samtliga vilka utgår från en rationellt välfärdsmaximerande individ.¹⁰ Den första teoretiska utgångspunkten betraktar bolaget som ett *nexus of contracts*, vilket innebär att bolaget som en hubb för kontraktsmässiga relationer.¹¹ Genom denna teoretiska förståelse kan jag lättare identifiera olika parter/intressenter i bolaget vars olika

⁷ Reinier Kraakman, et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach* (Oxford University Press, 2017), s. 22ff; prop. 2004/05:85, s. 290 med hänvisning till prop. 1997/98:99 s. 75f. Se även Hanna Almlöf, *Bolagsorganens reglering och dess ändamålsenlighet: en aktiebolagsrättslig studie om ägarledda bolag: An Evaluation from a Closely Held Company Perspective* (JIBS Dissertation Series, 2014), s. 95 ff.

⁸ Gustaf Sjöberg, "Rättsekonomisk tolkning av aktiebolagslagen" *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* 2002:2 (2002): s. 197.

⁹ Carl Martin Roos, *Rätt och Samhälle i Entreprenörsperspektiv: Varför Rättsekonomi?* (Jönköping: Högsk., 1993), s. 16.

¹⁰ *Ibid.*, s. 10.

¹¹ "It is a legal fiction which serves as a focus for a complex process in which the conflicting objectives of individuals [...] are brought into equilibrium within a framework of contractual relations." Michael C. Jensen och William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3, no. 4 (1976): s. 311.

intressen kan vägas mot varandra. Den andra utgångspunkten berör *transaktionskostnader*, och kompletterar min teoretiska förståelse på så sätt att den förklarar varför ett visst samarbete sker inom aktiebolagsformen.¹² Eftersom aktiebolagens parter av naturliga skäl vill ha så låga transaktionskostnader som möjligt blir detta ett naturligt ändamål för aktiebolagsrätten.¹³

Den tredje, och kanske den viktigaste, teoretiska utgångspunkten är *agent/principal-teorin*.¹⁴ Teorin utgår från situationen där en part – agenten – ska agera i en annan parts – principalens – intresse. Eftersom varje part kan förväntas vara rationellt nyttoximerande kommer agenten vilja få ett så stort vederlag för så lite arbete som möjligt, samtidigt som principalen kommer vilja ha så låga övervakningskostnader som möjligt.¹⁵ Detta utgör det s.k. agent/principal-problemet, och ett givet ändamål för rätten är därför att dämpa olika negativa effekter som kan uppstå därav. I en aktiebolagsrättslig kontext talar man om två olika agent/principal-problem: dels den mellan bolagsledningen och aktieägarna, och dels den mellan en kontrollägare och minoritetsägarna. Mot bakgrund av att den svenska styrningsmodellen grundar sig på ägarledda bolag, kommer denna uppsats främst att befatta sig med det sistnämnda agent/principal-problemet.

1.3.2 Metod

Mitt användande av rättsekonomiska teorier präglar det material jag väljer att använda mig av. För att bättre förstå den svenska styrningsmodellens uppbyggnad letar jag därav efter författare som har en exceptionell helhetsförståelse för den svenska aktiebolagsrätten, och jag kommer främst att använda Rolf Skogs *Rodbes Aktiebolagsrätt*, Torsten Sandbergs *Svensk Aktiebolagsrätt* samt Clas Bergström och Per Samuelssons *Aktiebolagets Grundproblem*. De har alla tre skrivit böcker som ger en systematiserad bild av hur den svenska aktiebolagsrätten ska förstås. Här eftersöker jag deras objektiva tolkningar av gällande rätt, d.v.s. en neutral deskriptiv förklaring av rättsläget, empiri om den svenska ägarbilden samt deras rättsekonomiska förståelse om varför den svenska styrningsmodellen ser ut som den gör.

Ibland tillåts rättsekonomin klargöra det närmare innehållet i gällande rätt.¹⁶ Jag anser däremot att rättsekonomin utgör en alltför övergripande och abstrakt

¹² R.H. Coase, "The Nature of the Firm" *Economica* 4, no. 16 (1937): 386-405. Se även Oliver E. Williamson, "Corporate Finance and Corporate Governance." *Journal of Finance* 43, no. 3 (1988): 567-91.

¹³ Frank H. Easterbrook och Daniel R. Fischel, "The Corporate Contract" *Columbia Law Review* 89, Vol. 89(7): s. 1445.

¹⁴ Teorin fick sitt stora genombrottet i och med Berle & Means *The Modern Corporation and Private Property* från 1936. Grundproblemet har emellertid varit känt redan långt innan, då Adam Smith redan 1776 sammanfattade problemet i de kända raderna: "The directors of such [joint stock] companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnership frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company." Adam Smith, *The Wealth of Nations* 1776 (Cannan Edition Modern Library, 1937), s. 700.

¹⁵ Kraakman, et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, s. 21.

¹⁶ Se bl.a. Daniel Stattin, *Företagsstyrning: En studie av aktiebolagsrättens regler om ägar- och koncernstyrning*. 2. Uppl. ed. (Uppsala: Uppsala Universitet, 2008), s. 61 ff.

målinriktning för att vägleda den konkreta lagstiftningstolkningen. När jag eftersöker gällande rätt kommer jag därför att se till ändamålet med lagstiftningen snarare än ändamålet med verksamheten i aktiebolagsformen.¹⁷ För att lokalisera ändamålet med lagstiftningen kommer jag att använda en rättsdogmatisk läsning, eller vad som kan kallas för den juridiska metoden. Jag kommer därmed att utgå från lagtext och förarbeten och därefter söka en objektiv tolkning av materialet.¹⁸

När man ska utvärdera huruvida ändamålet med lagstiftningen tillgodoses på ett effektivt sätt kan man använda sig utav olika rättseconomiska tester, såsom *Pareto-* och *Kaldor-Hicks-kriteriet*.¹⁹ Något sådant test kommer dock inte att göras i uppsatsen och man kan till och med ifrågasätta om min frågeställning överhuvudtaget går att besvara genom en empirisk undersökning. Jag kommer istället att besvara min frågeställning genom att bedöma huruvida jävsregeln är ändamålsenlig utifrån en kvalitativ läsning av befintlig teoribildning. Material kommer således att inhämtas för att undersöka olika uppfattningar om både jävsregelns användning, dess utformning och dess verkningar. I detta syfte kommer även utländska författare att användas; ett kritiskt förhållningssätt måste dock upprätthållas med hänsyn till olika rättsordningars särarter samt huruvida författaren behandlar spridda eller ägarledda bolag.

1.4 Avgränsningar

För att testa huruvida jävsregler för aktieägare är ett ändamålsenligt minoritetsskydd måste jag inkorporera aktiemarknadsbolag samt närliggande minoritetsskyddsregler. Eftersom bolag utanför aktiemarknaden samt bolag med mindre ägarkrets ger upphov till andra överväganden kommer dessa inte att behandlas. Kringliggande bolagsrättslig reglering samt skattereglering som inte tar sikte på aktieägares inbördes förhållande kommer inte att beröras. Åtgärder från de förvaltande organen inom bolaget, såsom styrelse och VD, kommer inte heller att behandlas såvida inte avses verkställighet av beslut som fattats av en aktieägare.

Uppsatsen rör sig endast inom bolagsrätten och den rättseconomiska teorin. Jävsregler inom andra delar av rättsordningen, såsom förvaltningsrätten och processrätten, kommer därför inte att behandlas.

1.5 Disposition

Uppsatsen är uppdelad i fem olika delar, varav den *första delen* precis har avhandlats ovan. I den *andra delen* presenteras en bakomliggande teoretisk förståelse kring aktieägarens roll i aktiebolaget, förekomsten av kontrollaktieägare i Sverige samt vilka intressekonflikter som därmed uppstår. I syfte att tydliggöra skillnaden på styrningstekniker som tar sikte *ex ante* respektive *ex post* presenteras några olika styrningstekniker som på olika sätt kontrollerar en

¹⁷ Sjöberg, "Rättseconomisk tolkning av aktiebolagslagen" s. 197. Se också Roos, *Rätt och Samhälle i Entreprenörsperspektiv*, s. 23f.

¹⁸ Se Jan Kleineman, "Rättsdogmatisk metod," i *Juridisk Metodlära* red. Fredric Korling och Mauro Zamboni (Lund: Studentlitteratur, Exaktaprinting, 2013), s. 21.

¹⁹ Almlöf, *Bolagsorganens reglering och dess ändamålsenlighet*, s. 69.

kontrollägare. I den *tredje delen* behandlas de svenska jävsreglerna var för sig där jag ser till både tillämpningsområdet och regelns framväxt för att därefter söka jävsreglernas funktion. Efter denna genomgång utreder jag hur och på vilket sätt jävsreglerna kan anses ha olika funktioner. I den *fjärde delen* kommer jag att behandla den rättsekonomiska teoribildningen och undersöka hur jävsregler har förståtts vara ett ändamålsenligt minoritetsskydd, vilket innebär att jävsbestämmelsens särdrag kommer att belysas för att sedermera kommenteras. Här efter följer en internationell utblick som kommer att konkretisera den generella rättsekonomiska förståelsen av jävsregeln. I den avslutande *femte delen* presenterar jag mina synpunkter och slutsatser som ska knyta ihop uppsatsens syfte och besvara dess frågeställningar.

DEL II – Aktieägaren och aktiebolaget

2.1 Majoritetsprincipens betydelse för bolagsstyrningen

Eftersom aktiebolagets ägare kan ha olika uppfattningar om hur bolaget ska skötas kommer en ordning där samtliga aktieägares samtycke fordras sannolikt leda till oundvikliga motsättningar vilket i sin tur omöjliggör en effektivt bedriven näringsverksamhet.²⁰ För att undvika låsningar fungerar därför *majoritetsprincipen* som en ledande grundsats för beslutsfattande i aktiebolag, vilket innebär att beslut endast kan fattas om det har fått mer än hälften av rösterna. Principen ska med andra ord förstås som en mekanism som genom matematisk rättvisa löser upp låsta beslutspositioner.²¹ Beroende på ägarbild i bolaget ger tillämpningen av majoritetsprincipen upphov till olika följdproblem:

Å ena sidan försvagas bolagsstämman av naturliga skäl när det saknas ägare som utgör en säkerställd majoritet, vilket i sin tur medför att bolagsledningen *de facto* blir det högsta organet.²² Mot bakgrund av agent/principal-problemet mellan ledningen och aktieägarna riskerar bolagets effektivitet under sådana omständigheter att kraftigt försämrats. Hur man ska förhålla sig till denna risk utgör ett grundproblem vid spritt ägande.

Å andra sidan kan en ensam aktieägare åtnjuta absolut inflytande över bolagets angelägenheter om tillräcklig röstmajoritet säkerställts, vilket utgör en risk för minoritetsägarna eftersom de i sådana fall inte längre kan påverka vilka beslut som fattas. Till skillnad från företagsledningen bär dock majoritetsägaren förmögenhetskONSEKVENSERNA av sina beslut, vilket innebär att man i regel kan utgå från att de beslut som fattas ligger i linje med bolagets intresse; så länge denna presumtion upprätthålls kommer även minoriteten att tjäna på majoritetsägarens beslut.²³ Med det sagt finns det fortfarande en risk att majoriteten istället börjar agera mer utifrån sitt eget intresse istället för bolagets. Frågan om hur man ska förhålla sig till denna risk utgör därmed ett grundproblem vid kontrollerat ägande.

2.2 Den svenska styrningsmodellen

2.2.1 En modell för värdeskapande

Eftersom det spridda och kontrollerande ägandet ger upphov till olika slags problem, krävs också olika bolagsstyrningsmodeller. Utöver detta kan lagstiftaren premiera den ena eller andra ägarbilden genom att konstruera bolagsrätten på ett visst sätt.²⁴ För den svenska kontexten är det framhävandet

²⁰ Svante Johansson, *Bolagsstämma i svenska aktiebolag* (Warszawa: Norstedts Juridik, 2018), s. 37.

²¹ Clas Bergström och Per Samuelsson, *Aktiebolagets Grundproblem* (Stockholm: Norstedts Juridik, 2015), s. 139.

²² *Ibid.*, s. 136.

²³ Knut Rodhe och Rolf Skog, *Rodhes Aktiebolagsrätt* (Stockholm: Norstedts Juridik, 2014), s. 231.

²⁴ Det är viktigt att påpeka att det inte finns ett självändamål med den ena eller den andra ägarbilden eftersom det övergripande målet ändå är detsamma, nämligen att möjliggöra ett så effektivt bolag som möjligt, se ovan avsnitt 1.3.1.

av *kontrollägaren* som har definierat valet av styrningsmodell, och synen på kontrollägarens positiva effekter sammanfattas väl i motiven till ABL 05:

En av regeringens utgångspunkter vid denna översyn har varit att aktiebolagslagen bör främja en *aktiv ägarfunktion* i företagen. I en marknadsekonomi är utsikterna till ekonomisk framgång ojämnt fördelade mellan olika verksamheter och företag. De som vill få ut så mycket som möjligt av de ekonomiska fördelarna som ett framgångsrikt utvecklingsarbete ger måste styra sina investeringar till de verksamheter och företag som har de bästa vinstutsikterna. De måste också *övervaka sina investeringar genom att hålla sig underrättade* om hur deras företag utvecklas och söka påverka deras verksamhet. *Företagens ägare bidrar på det sättet till att resurserna i enskilda företag och i näringslivet som helhet utnyttjas så effektivt som möjligt.* Ägare som tar ansvar för företagets och näringslivets utveckling är därför ett viktigt inslag i en fungerande marknadsekonomi. Genom regler som främjar en aktiv ägarfunktion i företagen skapas således största möjliga förutsättningar för en fortlöpande och snabb anpassning av företagets organisation till förändringar i omvärlden och för en dynamik i näringslivet. *Regler med denna inriktning är därför till nytta såväl för det enskilda företaget som för näringslivet i stort.*²⁵

Hänsyn måste dock även tas till kontrollägarens potentiellt skadliga effekter för minoritetsägarna. För att upprätthålla styrningsmodellens integritet är det av grundläggande intresse att den s.k. kontrollpremien inte tillåts överstiga övervaknings- och samhällsnyttan i alltför hög grad, vilket bl.a. sker genom att uppställa restriktioner för kontrollägarens beslutsfattande på olika sätt.²⁶

2.2.2 Restriktioner för majoritetens beslutsfattande

2.2.2.1 Oberoende styrelseledamöter

Oberoende styrelseledamöter kan framstå som ett kostnadseffektivt sätt att förhindra beslut som otillbörligen gynnar en viss ägargrupp eftersom bolagsledningen redan är väl insatt i bolagets angelägenheter.²⁷ I syfte att åstadkomma en sådan renande effekt kan de oberoende styrelseledamöterna bl.a. ha vetorätt eller befogenhet att hänskjuta frågor till bolagsstämman som de anser vara av känslig karaktär.²⁸ Med detta sagt är just utseendet av bolagsstyrelsen en av kontrollägarens viktigaste befogenheter, och det är därför ovanligt att denna kombineras med oberoende styrelseledamöter. Av samma skäl används istället

²⁵ Prop. 2004/05:85, s. 290f. med hänvisning till prop. 1997/98:99, s. 75f. Mina kursiveringar.

²⁶ Bergström och Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 131. Se även Ds 2015:25, s. 38, samt den Svenska koden för bolagsstyrning, s. 6: "Det finns i det svenska samhället en positiv syn på att större aktieägare tar ett särskilt ansvar för bolagen genom att från styrelsepositioner aktivt delta i förvaltningen av bolagen. Samtidigt får en stark ägarmakt inte missbrukas till skada för bolaget eller övriga aktieägare." Tillgänglig på: <http://www.bolagsstyrning.se/koden/gallande-kod>.

²⁷ Kraakman, et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, s. 153.

²⁸ På bolagsstämman kan sedan särskilda beslutsregler tillämpas.

oberoende ledamöter främst vid spritt ägande, där de intar rollen som övervakare av företagsledningen.²⁹

Det faktum att man inte betonar användandet av oberoende ledamöter i den svenska bolagsrätten framgår bl.a. i den svenska koden för bolagsstyrning (SKB). I koden uppställs att minst två av styrelsens ledamöter ska vara oberoende i förhållande till kontrollägaren, men i övrigt kan – och förväntas – en majoritet av styrelsen utses av kontrollägaren.³⁰ Utöver detta saknar de oberoende ledamöterna under alla omständigheter vetorätt,³¹ och istället har styrelsens beslutanderätt inskränkts genom bl.a. generalklausulen (8 kap. 41 § ABL) och de finmaskiga styrelsejävs- och lojalitetsreglerna.³²

2.2.2.2 Kvalificerade beslutsregler och jävsregler

När man på förhand kan förvänta sig stora intressekonflikterna inom aktieägarkollektivet är det möjligt att uppställa diverse formella skyddsregler, som t.ex. krav på kvalificerad majoritet eller rösträttsbegränsningar.³³ Konsekvensen av att dessa skyddsregler finns är att kontrollägaren måste förankra ett bredare stöd för beslutet, samtidigt som det är möjligt att klandra beslutet på formella grunder.³⁴ Trots det förhöjda majoritetskravet kan man emellertid tänka sig att en kontrollägare besitter tillräckligt många röster för att ändå få igenom sitt beslut. Mot denna bakgrund är därför jävsregeln den mest ingripande begränsningen eftersom den helt och hållet överlåter beslutsmakten till minoriteten. Den stora skillnaden mot kvalificerade majoritetskrav är således att en jävsregel får en omedelbar beslutsingripande funktion.

2.2.2.3 Förbudsstadganden

Ett förbud är den mest ingripande åtgärden som kan tillgripas mot en kontrollägare, och används i regel endast om man på förhand vet att en transaktion aldrig kan vara i bolagets intresse, t.ex. vid insiderhandel eller lån till aktieägare.³⁵ Det är dock svårt att på förhand lokalisera transaktioner som uppenbart är oförenliga med bolagets intresse, och de relativt få förbudsstadgarna vittnar om att regleringstekniken är ett trubbigt instrument som även riskerar att felaktigt omfatta effektiva transaktioner.

2.2.2.4 Styrning genom generella inskränkningar i beslutanderätten

Genom att ställa upp generella direktiv för bolagets beslutsfattande kan man åstadkomma en mer övergripande handlingsdirigerande effekt, samtidigt som man bibehåller ett mått av flexibilitet. Till skillnad från rena förbudsstadganden förhindrar inte generella inskränkningar att beslut fattas på förhand (*ex ante*) och

²⁹ Nick Hallemeesch, "Self-Dealing by Controlling Shareholders: Improving Minority Protection in Light of Article 9 C SRD." *European Company and Financial Law Review* 15, no. 2 (2018): s. 207f.

³⁰ Frågan om styrelsens oberoende har istället knutits till förhållandet att styrelsen inte ska vara anställda i bolaget. SKB, s. 8.

³¹ SKB, s. 8. Med kontrollägare förstås en ägare som kontrollerar 10 procent eller mer av aktierna eller rösterna i bolaget.

³² Johansson, *Bolagsstämma i svenska aktiebolag*, s. 206. Peder Grandinson och Ulf Grubbström, "Aktiemarknadsnämndens närståenderegler" *Juridisk Tidskrift* nr 1. (2013/14): s. 50.

³³ Rodhe och Skog, *Rodhes Aktiebolagsrätt*, s. 234 ff.

³⁴ 7 kap. 50–51 §§ ABL.

³⁵ Kraakman, et al., *The Anatomy of Corporate Law*, s. 158ff.

bolagets beslutsfattare ges därför större frihet att själva avgöra om åtgärden är bra för bolaget. En aktieägare kan således stå till svars för beslutet först efter att det är fattat, d.v.s. *ex post*.

De två mest grundläggande generella riktlinjerna i beslutanderätten är bolagets vinstsyfte och verksamhetens ändamålsstadgande. Vinstsyftet utgör en homogeniserad viljeinriktning för bolaget,³⁶ och utgör ett slags direktiv om att risken för en aktieägars kapitalplacering ska vara beroende av verksamhetens framgångar, snarare än huruvida värden i bolaget myglas ut till olika ägargrupper. Det uppställda verksamhetsföremålet i bolagsordningen utgör på liknande ett generellt handlingsdirektiv eftersom det anger en generell ram för bolagets verksamhet där alltför stora avvikelser är otillåtna.³⁷

Till denna kategori tillhör även likhetsprincipen och generalklausulerna.³⁸ Likhetsprincipen (4 kap. 1 § ABL) stadgar att alla aktier har lika rätt i bolaget, om inte annat följer av lag eller bolagsordningen. Innebörden av principen är att varje aktieägare i förhållande till varandra har ett anspråk att vidmakthålla den rättsställning som denne åtnjuter enligt lag eller bolagsordning.³⁹ Härifrån kan undantag meddelas, men ett sådant beslut kräver ofta ett särskilt högt majoritetskrav.⁴⁰ Generalklausulerna i 7 kap. 47 § ABL samt 8 kap. 41 § ABL är tillämpliga på alla slags beslut och används för att klandra beslut som varit ägnade att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare, eller någon annan, till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. Generalklausulerna har således en mycket generell utformning.⁴¹

Samtidigt som granskningsfall ofta kan innehålla komplicerade affärsmässiga upplägg ger generella handlingsregler sällan tydlig vägledning i det konkreta fallet eftersom rekvisiten – ”otillbörlig fördel” samt ”avsteg från bolagets vinstsyfte/verksamhetsföremål” – är så pass allmänt utformade.⁴² Det kan därför vara svårt för en domstol att faktiskt förse skyddsreglerna med önskvärt innehåll.⁴³ Då prövningen sker i domstol måste man vidare ta i beaktande de rättegångskostnader som parterna själva måste bära för förfarandet. Slutligen

³⁶ Bergström och Samuelsson, *Aktiebolagets grundproblem*, s. 42.

³⁷ Rodhe och Skog, *Rodhes Aktiebolagsrätt*, s. 245.

³⁸ Förhållandet mellan likhetsprincipen och generalklausulerna har gett upphov till stort intresse i doktrinen, se: Johansson, *Bolagsstämma i svenska aktiebolag*, s. 39 ff.; Erik Nerep, ”Om generalklausulerna och likhetsprincipen i aktiebolagslagen,” i *Festskrift till Lars Pehrson* (Stockholm: Jure, 2016); Svante Johansson, ”Aktiebolagslagens generalklausuler. Insjöar eller torra land?” i *Festskrift till Lars Pehrson* (Stockholm: Jure, 2016); Sveriges Advokatsamfund, *Festskrift till Sveriges Advokatsamfund: 1887-1987 – Rättsvetenskapliga Studier* (Stockholm: Norstedt, 1987), s. 499f; Torsten Sandström, *Svensk Aktiebolagsrätt* (Stockholm: Wolters Kluwer, 2017), s. 208.

³⁹ Johansson, *Bolagsstämma i svenska aktiebolag*, s. 39 not 30.

⁴⁰ *Ibid.*, s. 40.

⁴¹ Rodhe och Skog, *Rodhes Aktiebolagsrätt*, s. 246.

⁴² Sandström, *Svensk Aktiebolagsrätt*, s. 208f.

⁴³ Zohar Goshen, ”The Efficiency of Controlling Corporate Self-dealing: Theory Meets Reality.” *California Law Review* 91, no. 2 (Mars 2003): s. 403. Domstolen kan således utgöra ett motstånd för ett effektivt sanktionerande med hjälp av generella principer som tar sikte *ex post*. I motsats till common law-länder saknar även svenska domstolar en tradition av att aktivt uttolka rättsliga principer, se Ulf Jakobsson och Daniel Wiberg, ”Vem ska styra de svenska företagen?” *Rapport nr 8 i projektet Företagsamt ägande* (2014): s. 30. Tillgänglig på: <https://www.ifn.se/publikationer/publicerade-artiklar-pa-svenska/2014/2014-14>.

kan det även vara svårt att säkra tillräckligt med starka bevis för att ens kunna väcka talan. Den flexibilitet som åstadkoms genom generella inskränkningar i beslutanderätten kan därför på många sätt vara det som också gör dessa regler till ett mindre lämpligt minoritetsskydd; förhållandet att skyddsreglerna får sitt innehåll först i efterhand – *ex post* – utgör således såväl reglernas stora fördel som nackdel.

DEL III – Sverige och stämmejävet

3. Jävsreglernas tillämpning och framväxt

Jävsreglerna förekommer i ABL i endast tre fall: vid ansvarsfrågor, vid fusioner och delning av bolag samt vid närståendetransaktioner.⁴⁴ Eftersom det inte anses vara möjligt att lägga till eller ta bort jävsregler genom bolagsordningen är reglerna i ABL uttömmande och tvingande.⁴⁵ I detta avsnitt kommer både tillämpningsområdet och lagstiftarens överväganden för respektive jävsbestämmelse att avhandlas. Min redogörelse kommer att ta avstamp i de tre stora lagstiftningsreformerna inom det aktiebolagsrättsliga området: ABL 44, ABL 75 samt ABL 05, för att därefter kompletteras med efterföljande relevanta lagstiftningsändringar.

3.1 Vid ansvarsfrågor

3.1.1 Tillämpningsområdet

I 7 kap. 46 § ABL stadgas att en aktieägare varken själv eller genom ombud får rösta i frågor av ansvarskaraktär. Enligt paragrafens första punkt får en aktieägare inte rösta i fråga om talan mot sig själv. I andra punkten stadgas att röstdeltagande inte heller får ske i fråga om aktieägarens befrielse från skadeståndsanspråk eller annan förpliktelse gentemot bolaget, vilket omfattar både talan vid domstol och frågan om beviljande av ansvarsfrihet och utkrävande av skadestånd enligt 29 kap. ABL.⁴⁶ Enligt den tredje punkten får aktieägare inte rösta i fråga om talan eller befrielse från förpliktelser som avser annan, om denna har ett väsentligt intresse som kan strida mot bolagets intresse. Här avses ett ekonomiskt intresse hos den jävige aktieägaren och täcker exempelvis en situation där en skadeståndstalan avses riktas mot annat bolag där han eller hon har ett betydande aktieinnehav.⁴⁷ Enligt paragrafens andra stycke gäller samtliga bestämmelser även för ombud för aktieägare, d.v.s. där ombudet på grund av jävsreglerna för egen del skulle ha varit hindrad att avlägga röster. Den jävige får dock alltid, trots att denne är förhindrad från att erlægga sina röster, delta i debatten som föranleder frågans avgörande.⁴⁸

Jävsbestämmelsen omfattar varken avtal mellan bolaget och en aktieägare, eller avtal mellan bolaget och tredje man med vilken aktieägaren delar ett väsentligt intresse.⁴⁹ Utöver detta omfattar inte heller bestämmelsen den situation där en

⁴⁴ Jävsbestämmelsen avseende närståendetransaktioner är rätteligen endast på förslagsstadiet, men baserat på remissyttranden och direktivets ordalydelse talar allt för att reglerna kommer att ikraftträdas enligt plan.

⁴⁵ Johansson, *Bolagsstämma i svenska aktiebolag*, s. 207.

⁴⁶ *Ibid.*, s. 205. Även det ansvar som kan fastställas med grund i ett avtal täcks.

⁴⁷ SOU 1995:44, s. 176. Nerep och Samuelsson, *Aktiebolagslag (2005:551) 7 kap. 46 §*, Lexino 2018-02-22.

⁴⁸ Johansson, *Bolagsstämma i svenska aktiebolag*, s. 205.

⁴⁹ *Ibid.*, s. 206.

aktieägare har att besluta om arvode till sig själv i egenskap av ledamot av styrelsen, revisor eller VD.⁵⁰

Om den jäviges röster trots allt medräknas kan beslutet klandras och rösterna räknas bort i efterhand.⁵¹ En jävig aktieägare kan också åläggas skadeståndsansvar om ett sådant åsidosättande åsamkar bolaget skada. Detta förutsätter dock att uppsåt eller grov oaktsamhet kan påvisas.⁵²

3.1.2 Framväxt och överväganden

3.1.2.1 ABL 44

I ABL 44 återfanns en vidsträckt jävsbestämmelse som omfattade frågor rörande avtal, gåva samt talan mot aktieägare.⁵³ Utöver detta omfattades även avtal mellan bolaget och tredje man, om denne delade ett väsentligt intresse med en aktieägare som stred mot bolagets intresse. Vidare medförde jävsregeln att berörd aktieägare inte ens fick delta i diskussionen kring beslutet och istället skulle stämmans ordförande avlägsna honom eller henne från stämman.⁵⁴ Regeln utgick således från att man i dessa frågor redan på förhand kunde förvänta sig en skadlig intressekonflikt, vilket följaktligen innebar att det aldrig gjordes en reell avvägning kring huruvida denna inställning var motiverad. Eftersom denna avvägning var gjord på förhand var minoritetsskyddet formellt, och riskerade dels att missbrukas av en minoritet och dels att omfatta effektiva transaktioner.⁵⁵

Avgörande för denna vidsträckta tillämpning har sagts vara den debatt som på 30-talet förekom kring det växande koncerninstitutet där moder- och dotterbolag möjliggjorde underprisöverlåtelser. Problemformuleringen anses främst ha lett till instiftandet av generalklausulen, men kan enligt ovan även ses ha påverkat jävsbestämmelsen till att bli mer vidsträckt och även omfatta avtal.⁵⁶

3.1.2.2 ABL 75

Till lagstiftningsarbetet med ABL 75 hade lagstiftaren ändrat uppfattning i frågan kring jävsbestämmelsens utformning. Ett formellt och stelbent skydd som i för stor utsträckning gav en minoritet absolut beslutanderätt ansågs inte längre gagna aktieägarkollektivet, och kritiken som framfördes riktades främst mot att avtal omfattades. Med hänvisning till utländska rättsordningar samt Rodhe framhölls uppfattningen att det är onödigt att hindra en aktieägare från att på ett lojalt sätt bevaka sitt ekonomiska intresse, samt att det är mer olämpligt att ge minoriteten beslutanderätt. Såsom propositionen utvecklar vore detta nämligen ”ingen garanti för en i sak riktig behandling av frågan”.⁵⁷ Istället ansågs det ”riktigare att i stället för regeln om jäv i avtalsfrågor låta skyddet mot missbruk

⁵⁰ Nerep och Samuelsson, *Aktiebolagslag (2005:551)* 7 kap. 46 §, Lexino 2018-02-22.

⁵¹ 7 kap. 50-51 §§ ABL.

⁵² 29 kap. 3 § ABL.

⁵³ Johansson, *Bolagsstämma i svenska aktiebolag*, s. 204. Regeln återfanns i 117 § ABL 44.

⁵⁴ SOU 1941:9, s. 493.

⁵⁵ Rodhe och Skog, *Rodhes Aktiebolagsrätt*, s. 232 f. samt Johansson, *Bolagsstämma i svenska aktiebolag*, s. 204.

⁵⁶ Jan Andersson, *Om vinstutdelning från aktiebolag: En studie av aktiebolagsrättsliga skyddsregler* (Uppsala: Lustus, 1995), s. 248ff.

⁵⁷ Prop. 1975:103, s. 391.

av majoritetsinflytande i egoistiskt syfte ligga i [en] generalklausul”.⁵⁸ Prövningens inriktning kan därför sägas skifta från *ex ante* till *ex post*.⁵⁹ Slutligen ansågs det vara att föra jävsregeln för långt om den jäviga aktieägaren inte ens fick delta i diskussionen kring beslutet. Istället ansågs det till och med önskvärt att aktieägaren skulle få delta så att han eller hon skulle kunna utveckla sin ståndpunkt.⁶⁰

3.1.2.3 ABL 05

Jävsbestämmelserna utvecklades inte vidare än vid frågan kring dess tillämplighet för ombud,⁶¹ och reglerna överfördes annars oförändrade från ABL 75 till ABL 05.⁶² Sammantalet förblev därför – och förblir – jävsbestämmelsen vid ansvarsfrågor i sak oförändrad sedan reformen ABL 75.

3.1.3 Sammanfattning

Rättsutvecklingen för jäv vid ansvarsfrågor har gått från en formell och vidsträckt jävsbestämmelse till en med mycket mer avgränsat tillämpningsområde, där den största skillnaden är att avtal numera exkluderas. Förändringen föranleddes av att inkluderingen av avtal ansågs ligga i vägen för en stark ägarfunktion, samt att en jävsregel vid avtal inte hjälpte till att säkerställa att beslut var av god kvalitet. Tyngdpunkten i kontrollen över kontrollägaren skiftades därmed från *ex ante* till den *ex post*-bedömning som generalklausulen utgör, varför det går att tala om ett förändrat synsätt av minoritetsskyddets inriktning.

Genom att betrakta utvecklingen av jävsregeln vid ansvarsfrågor kan man därför lämpligen dra en skiljelinje vid införandet av ABL 75, där jävsbestämmelsen har avgrenats i två inriktningar:

- (1) jävsbestämmelser vid ansvarsfrågor och
- (2) jävsbestämmelser vid avtal.

Det förstnämnda spåret har fortsatt haft en vid tillämpning, där samtliga ansvarsfrågor av relevans har samlats under en och samma bestämmelse. Det sistnämnda spåret har utsläckts och ersatts av en möjlighet att klandra beslut *ex post* genom generalklausulen. Utöver denna möjlighet kan även en minoritet beredas ytterligare information kring kontrolläggarens förhållande, t.ex. genom att utse en särskild granskare, vilket kan få betydelse för en eventuell ansvarstalan.

⁵⁸ SOU 1971:15, s. 228. Inställningen delades av regeringen, se prop. 1975:103, s. 391.

⁵⁹ Samtidigt kom generalklausulen att ändras så att även fördelar som bereddes utomstående omfattades, se Jan Andersson och Lars Pehrson, "Likhetsprincipen och generalklausulerna," i Svernlöv, Carl, *Aktiebolagslagens minoritetsskydd* (Stockholm: Stockholms universitet, Stockholm Centre for Commercial Law, Juridiska institutionen, 2008), s. 115. Även möjligheten att utse minoritetsrevisor (9 kap. ABL) och särskild granskningsman (10 kap. ABL) anses särskilt förknippat med jävsbestämmelsens förändrade omfattning. Nerep och Samuelsson, *Aktiebolagslag (2005:551) 7 kap. 46 §*, Lexino 2018-02-22.

⁶⁰ SOU 1971:15, s. 228 samt Prop. 1975:103, s. 392.

⁶¹ SOU 2001:1, s. 252f, samt prop. 2004/05:85, s. 300.

⁶² Prop. 2004/05:85, s. 611.

Denna avgränsning belyser det faktum att jävsregeln får olika funktioner vid olika frågor. Vid ansvarsfrågor röstar man nämligen endast om en fråga ska överlämnas till domstol för en prövning av ansvar utifrån tydligt angivna befintliga förpliktelser enligt lag eller avtal. Vid avtalsfrågor innebär dock samma jävsregel att minoriteten får ett avgörande inflytande över bolagets förpliktelser framgent.

3.2 Vid fusion och delning av bolag

3.2.1 Tillämpningsområdet

Enligt 23 kap. 17 § ABL gäller vid beslut om godkännande av fusionsplan som utgångspunkt krav på kvalificerad majoritet om 2/3 av såväl de angivna som de företrädde rösterna vid stämman (1 st.). Vidare måste majoritetskravet vara uppfyllt inom varje aktieslag, under förutsättning att fler än ett aktieslag är företrätt vid stämman (2 st.). För de fall det överlåtande bolaget är publikt och det övertagande bolaget är privat uppställs ett strängare majoritetskrav om 9/10 (3 st.), vilket är samma majoritetskrav som uppställs för de fall fusionsvederlaget utgörs av onoterade aktier (4 st.). Slutligen ska, vid beslut om fusion genom absorption, aktier som innehas av det övertagande bolaget inte beaktas (5 st.). Om den aktuella jävsregeln inte efterlevs är fusionsbeslutet ogiltigt.⁶³

Delning (eller fission) kan ske på två sätt: antingen genom att bolaget i fråga delas till två eller flera bolag med efterföljande upplösning utan föregående likvidation, eller genom att en endast del av bolagets tillgångar och skulder överlåts till ett eller flera andra bolag utan efterföljande upplösning. Den gemensamma nämnaren i båda fallen är att vederlaget utgörs av aktier eller kontanter. Då delning har beskrivits som ett ”spegelvänt fusionsförfarande”, är det inte överraskande att reglerna för godkännande av delningsplan i all väsentlighet är likadana som reglerna för ett godkännande av en fusionsplan (24 kap. 19 § ABL).⁶⁴

Innan stämman tar ställning till beslutet ska det upprättas en fusions- respektive delningsplan som redovisar för hur åtgärden ska genomföras. Planen ska bl.a. innehålla redogörelser för omständigheter som kan vara av vikt för bedömningen av åtgärdens lämplighet, och planen ska även granskas av revisorer i både det överlåtande och det övertagande bolaget (vilket dock kan vara samma person).⁶⁵ Granskningen ska vara så omfattande och ingående som god redovisningssed kräver, och ska bl.a. redovisa huruvida fusions- eller delningsvederlaget har bestämts på ett sakligt och korrekt sätt.⁶⁶

3.2.2 Framväxt och överväganden

3.2.2.1 ABL 44

I förarbetet görs en åtskillnad mellan å ena sidan fusion mellan *belägt moder- och dotterbolag* och å andra sidan fusion mellan *andra aktiebolag än moder- och belägt*

⁶³ 23 kap. 17 § ABL 4 st. jämte 1 st.

⁶⁴ Sandström, *Svensk Aktiebolagsrätt*, s. 368.

⁶⁵ 23 kap. 6, 9, 11 §§ samt 24 kap. 7, 13 §§ ABL.

⁶⁶ Nerep, Adestam och Samuelsson, *Aktiebolagslag (2005:551)* 23 kap. 11 §, Lexino 2017-10-27. God redovisningssed utarbetas av FAR (Föreningen Auktoriserade Revisorer).

dotterbolag. Avseende den första kategorin fanns det inga minoritetskyddsaspekter att ta hänsyn till (och den enda aktieägaren kunde knappast undantas genom jäv)⁶⁷, men även de fall då ett moderbolag ägde mer än 90 procent av aktierna i dotterbolaget kom att omfattas av kategorin. Mot bakgrund av detta inrättades inlösenreglerna som gav majoriteten rätt att inlösa minoritetens aktier, och minoriteten rätt att påtvinga inlösen av hans/hennes aktier.⁶⁸

Gällande fusion mellan andra än moderbolag och helägda (eller till 90 procent ägda) dotterbolag, uttalades det att sådana fusioner endast kunde tillåtas under förutsättningen att det fanns ett ”effektivt skydd mot kränkning av minoritetsintressena i det bolag som övertages”.⁶⁹ Resultatet blev att fusionsbeslutet skulle godkännas av två på varandra efterföljande stämmor, där den sista stämmans beslut skulle godkännas av minst 2/3 av samtliga röstande vilka också skulle representera minst 3/4 av det företrädda aktiekapitalet.⁷⁰ Det ansågs däremot inte rimligt att undanta moderbolagets rösträtt genom en jävsbestämmelse,⁷¹ och istället kompletterades reglerna med en inlösenrätt för de som hade röstat emot fusionen, under förutsättningen att de hade gjort ett förbehåll därom.⁷²

Några regler för delning av bolag fanns överhuvudtaget inte i förarbetena.

3.2.2.2 ABL 75

Den stora nyheten i ABL 75 var att fusionsbeslut numera endast skulle kräva enkel majoritet.⁷³ I utbyte påpekade regeringen att man mycket väl kunde uppställa ett högre pluralitetskrav i bolagsordningen, samt att särskilt oförmånliga fusioner (t.ex. när övertagande bolagets bolagsordning saknar stadgande om att vinst ska tillfalla aktieägare) kunde klandras med hjälp av generalklausulen.⁷⁴

Den enda skärpningen som gjordes avsåg inlösenreglerna, och numera skulle ett aktieinnehav i ett dotterbolag genom ett annat dotterbolag inom samma koncern likställas med moderbolagets eget aktieinnehav.⁷⁵ För alla andra fall än när en ägare innehade 90 procent av aktierna tog man dock bort rätten att påkalla inlösen, även om en aktieägare hade gjort förbehåll därom. Regeringen konstaterade istället att en minoritet under sådana omständigheter hade att finna sig i den förändring som fusionen innebar.⁷⁶

Några regler för delning av bolag finns överhuvudtaget inte i förarbetena.

⁶⁷ SOU 1941:9, s. 494.

⁶⁸ *Ibid.*, s. 610f.

⁶⁹ *Ibid.*, s. 606.

⁷⁰ *Ibid.*, s. 607.

⁷¹ *Ibid.*, s. 494.

⁷² *Ibid.*, s. 615.

⁷³ Prop. 1975:103, s. 248.

⁷⁴ *Ibid.*, s. 521f.

⁷⁵ *Ibid.*, s. 531. Något som fick relevans för när inlösengränsen uppnåddes.

⁷⁶ *Ibid.*, s. 520f.

3.2.2.3 ABL 05

Som en följd av aktiebolagskommitténs översyn av ABL inför Sveriges inträde i EU hade majoritetskravet för ett fusionsbeslut återigen ändrats, nu från enkel majoritet till kvalificerad majoritet om 2/3. Dessutom uppställdes ett majoritetskrav om 9/10 för de fall fusionen medförde att rättsförhållandet mellan redan utgivna aktier rubbades.⁷⁷ Trots skärpningarna skedde inga förändringar avseende frågan om jäv.⁷⁸

I propositionen till ABL 05 uttalades inledningsvis att de dåvarande reglerna om fusion ”såvitt känt [hade] fungerat väl”, varpå det föreslogs att det gamla regelverket ”i sina väsentliga delar överförs till den nya aktiebolagslagen”.⁷⁹ Regeringen ansåg däremot att majoritetskravet om 9/10 utgjorde ett onödigt besvärligt hinder för att få till stånd en fusion, och istället presenterades den beslutsordning som vi ser än idag (med undantag för jävsregeln).⁸⁰ Avseende inlösenreglerna kvarstod gränsen vid 90 procent, vilket fortsättningsvis kunde uppnås genom direkt eller indirekt ägande.⁸¹ Då majoritetsägandet understeg 90 procent saknades alltså en inlösenrätt för de som röstat mot fusionen.

Fram till ABL 05 saknades associationsrättsliga regler som avsåg delning av bolag.⁸² Trots detta förekom delningsliknande förfaranden med hjälp av andra civilrättsliga regler, varför regeringen fann tiden mogen att instifta ett mer komplett delningsinstitut inom ramen för ABL. Delningsinstitutet ansågs utgöra ett komplement till fusionsreglerna, och eftersom samma slags skyddsintressen aktualiserades fick instituten likadana omröstningsregler.⁸³

3.2.2.4 Ds 2007:35 samt Prop. 2007/08:155

En fråga som lämnades öppen i propositionen till ABL 05 var hur man skulle hantera den missbrukssituation som hade påpekats av Lagrådet. Det hade kommit till kännedom för Lagrådet att man inom glappet mellan å ena sidan majoritetskravet vid fusion (2/3) och å andra sidan inlösengränsen (9/10) kunde skapa ett nytt bolag för att sedan genomföra och acceptera en fusion där betalningen för resterande aktier understeg aktiernas egentliga värde, allting samtidigt som inlösenreglerna med tillhörande värderingsregler var satta ur spel. Utöver att påpeka problemet hade också Lagrådet presenterat ett antal lösningsförslag, bl.a. en utökning av inlösenreglerna, men också inrättandet av

⁷⁷ Rättsförhållandet mellan redan utgivna aktier kan t.ex. rubbas om alla aktier inte längre kommer att ha samma röstvärde.

⁷⁸ Ds 2007:35, s. 33 samt ABL 14 kap. 1, 10-11 §§ enligt lydelsen 1 januari 1995. Sakkunnige Lars Milberg väckte frågan om jäv i sitt särskilda yttrande och menade att det borde ”utredas huruvida det kan anses vara rimligt att det övertagande bolaget äger företräda sina aktier vid beslut om godkännande av fusionsplanen på bolagsstämma i det överlåtande bolaget.”. Milberg menade även, mot bakgrund av ”respekten för den enskilda äganderätten”, att det borde ha uppställts ett krav på kvalificerad majoritet om 90 procent för ett fusionsbeslut. Han fick dock igenom vare sig det ena eller det andra. SOU 1992:83, s. 382.

⁷⁹ Prop. 2004/05:85, s. 479.

⁸⁰ Ibid., s. 481.

⁸¹ Sandström, *Svensk Aktiebolagsrätt*, s. 370f.

⁸² Prop. 2004/05:85, s. 483.

⁸³ Ibid., s. 484.

en särskild generalklausul som gav minoriteten rätt att påkalla inlösenreglerna för de fall fusionens syfte var att kringgå desamma.⁸⁴

Det slutliga övervägandet kom att dröja till och med Ds 2007:35. För det första förkastade utredaren en precisering av likabehandlingsprincipen och generalklausulen. Utredaren menade att generalklausulen under alla omständigheter redan hade varit, och var, tillämplig vid otillbörliga fusionsbeslut, varför en precisering inte var påkallad. Som ytterligare skäl för sin inställning framförde utredaren att generalklausulen utgjorde en otillfredsställande lösning i sig eftersom den tillämpas *ex post*. Därutöver fanns det inte mer än sparsam praxis avseende dess tillämpning.⁸⁵

För det andra uteslöt utredaren en skärpning av majoritetskravet för ett fusionsbeslut. Ett för högt ställt majoritetskrav om 9/10 hade omöjliggjort fusioner i bolag med många ägare, och att skärpa majoritetskravet till 3/4 – vilket utgjorde majoritetskravet i flertalet andra länder – ansågs inte rucka på den principiella intressekonflikten eftersom en sådan röstmajoritet ändå med relativ enkelhet kan säkerställas av en kontrollägare.⁸⁶

För det tredje uppmärksammades det att en jävsregel var det enda som kunde komma till rätta med det grundläggande problemet, nämligen att ”det övertagande bolaget, om det redan äger aktier i det överlåtande bolaget, har rätt att delta i fusionsbeslutet, trots att det övertagande bolaget, i fråga om fusionsvederlagets storlek, kan antas ha ett intresse i saken som inte överensstämmer med övriga aktieägares intresse”.⁸⁷ Denna intressekonflikt utvecklades vidare i propositionen:

[E]tt grundläggande problem vid fusioner av det slag som behandlas här är den intressekonflikt som typiskt sett föreligger mellan det övertagande bolaget och övriga aktieägare i det överlåtande bolaget. Det övertagande bolagets primära intresse vid en fusion är normalt att ta över det överlåtande bolaget till ett så lågt pris som möjligt medan det överlåtande bolagets övriga aktieägare som regel främst är intresserade av att få så mycket betalt som möjligt för sina aktier. Det handlar alltså om ett slags *jävsituation* där en viss aktieägare – det övertagande bolaget – kan antas påverkas av andra intressen än (det överlåtande) bolagets bästa.⁸⁸

Jävsregler förekom redan i AMN (vid riktade emissioner och dispens från budplikt), vilket talade för att en sådan regel redan utgjorde en accepterad ordning. Sett ur ett internationellt perspektiv ansågs ordningen även vara etablerad, och dessutom konstaterades det att Institutionella ägares förening såg positivt på inrättandet av en jävsregel.⁸⁹ Utredaren ansåg också att möjligheten att i efterhand angripa ett beslut med generalklausulen skulle minska om man lät

⁸⁴ Lagrådets yttrande 2004-12-17, s. 88f.

⁸⁵ Ds 2007:35, s. 75, 82.

⁸⁶ Ibid., s. 75ff.

⁸⁷ Ibid., s. 78.

⁸⁸ Prop. 2007/08:155, s. 17. Min kursivering.

⁸⁹ Ds 2007:35, s. 81, 83.

minoriteten avgöra huruvida fusionen skulle genomföras eller inte, något som ökade fusionens förutsägbarhet och effektiva genomförande.⁹⁰

Ett huvudskäl som anfördes *mot* förslaget var att det kunde leda till utpressningsliknande situationer. Med hänvisning till användandet av en jävsregel i motsvarande situationer i Storbritannien menade emellertid utredaren att denna farhåga inte skulle överdrivas. Vidare påpekades det att i en marknadsekonomi är det inte nödvändigtvis något negativt med ägarspekulerande som driver upp minoritetsaktiers värde.⁹¹

Intressant nog väcktes även frågan huruvida en generell jävsbestämmelse borde göra en återkomst i den svenska regleringen, detta eftersom "[e]n intressekonflikt av det aktuella slaget [...] i princip [kan] föreligga vid varje slag av avtal mellan bolaget och en aktieägare. Den äldre regleringen på området tog också [...] sikte på avtal i allmänhet mellan bolaget och en aktieägare." Det ansågs emellertid saknas såväl anledning som mandat att lyfta frågan i sin helhet,⁹² en inställning som delades av regeringen.⁹³

I syfte att minska obalansen i informationsläget mellan de parter som är inblandade i fusionen talades det slutligen om det borde fogas ett värderingsutlåtande från en oberoende expert till fusionsplanen. Eftersom marknadens parter många gånger hyste en bristande tilltro till sådana utlåtanden ansågs det emellertid finnas skäl att ifrågasätta dess nytta.⁹⁴ Den slutliga inställningen blev därför att det inte borde uppställas något sådant krav i lagen.⁹⁵

Eftersom samma intressekonflikter och skyddsbehov ansågs föreligga vid delning kom den nya jävsregeln att överföras även till denna reglering i sin helhet.⁹⁶

3.2.3 Sammanfattning

För fusioner och delning av bolag har minoritetsintresset varit framträdande i alla lagstiftningsreformer, och användandet av en jävsregel avhandlades redan i förarbetet till ABL 44. Sedan skyddet knöts till inlösenrätten kom dock jävsregeln att lämnas åt sidan för att inte tas upp igen förrän drygt 70 år senare, då som ett svar på åsidosättandet av just inlösenreglerna. Eftersom man redan på förhand kunde lokalisera uppenbart motstridiga intressen hade lagstiftaren inget annat val än att hantera situationen genom en *ex ante*-lösning, en intervention som tidigare hade underkänts vid avtal.⁹⁷

⁹⁰ Ibid., s. 83.

⁹¹ Ibid., s. 84.

⁹² Ibid., s. 84f.

⁹³ Prop. 2007/08:155, s. 17.

⁹⁴ "En viktig invändning mot ett sådan ordning är emellertid marknadens många gånger bristande tilltro till värderingsutlåtanden. En till utredaren ofta framförd synpunkt är att värderingsutlåtanden är av mycket skiftande kvalitet och att värderingar är så känsliga för gjorda antaganden att nyttan av utlåtanden kan ifrågasättas." Ds 2007:35, s. 95.

⁹⁵ Ibid., s. 95.

⁹⁶ Prop. 2007/08:155, s. 25.

⁹⁷ Se ovan 3.1.3.

Inrättandet av jävsregeln innebar att möjligheten att påkalla inlösen med anledning av en redan genomförd bolagsändring ersattes av en möjlighet för samma minoritet att på förhand förhindra och/eller påverka genomförandet av bolagsändringen. Denna förändring innebar således en tydlig förändring i minoritetsskyddets inriktning.⁹⁸ Det förstnämnda minoritetsskyddet gör det väsentligen enklare för en kontrollägare att genomföra vad denne anser vara en legitim och nödvändig förändring, eftersom minoriteten upp till inlösengränsen om 9/10 kan påtvingas i princip vilket pris som helst.⁹⁹ Vid det sistnämnda minoritetsskyddet måste emellertid en kontrollägare genomföra fusionen på minoritetens villkor. Det går med andra ord att se ett skifte över tid där problemformuleringen har ändrats från att möjliggöra legitima fusioner/delningar – med skyddsregler med betoning *ex post* – till att istället tydligare inkorporera en missbruksrisk – med skyddsregler med betoning *ex ante*.

Det är dock svårt att avgöra huruvida detta kan anses utgöra starten på en mer generell trend. Å ena sidan motiverades nämligen inrättandet av jävsregeln av ett kringgående av lag, vilket innebär att en invändning om reglering *in casu* kan framföras.¹⁰⁰ Å andra sidan motiverades emellertid jävsregeln av den grundläggande intressekonflikten som kan föreligga vid alla slags avtal mellan aktieägare och ett bolag, varför regeln ändå bär en generell prägel. Denna tvetydighet bemöttes av utredaren, men tyvärr utan att leda till någon tydligare fingervisning.¹⁰¹

3.3 Vid närståendetransaktioner

3.3.1 Tillämpningsområdet

Förslaget på reglering av närståendetransaktioner framgår av Ds 2018:15, där utredarens uppdrag var att överväga och föreslå regeländringar mot bakgrund av Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2017/828 av den 17 maj 2017 om ändring av direktiv 2007/36/EG vad gäller uppmuntrande av aktieägares långsiktiga engagemang.¹⁰² Förslaget är i skrivande stund ute på remiss och den nya lagstiftningen föreslås träda i kraft den 1 juni 2019.¹⁰³ Reglerna kommer att ta plats i nyinrättade 8 a kap. ABL.

Kapitlet ska tillämpas på väsentliga transaktioner som genomförs mellan publika noterade aktiebolag och närstående parter, och även på väsentliga transaktioner som sker mellan den närstående parten och ett helägt (svenskt) dotterbolag till sådana publikt noterade bolag.¹⁰⁴ Vad som avses med en närstående part samt vad som utgör en väsentlig transaktion framgår av 8 a kap. 4–5 §§. Närståendedefinitionen hänvisar till ÅRL som omfattar både fysiska och

⁹⁸ Robert B. Thompson, "Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law." *Georgetown Law Journal* 84, no. 1 (1995): s. 4.

⁹⁹ Generalklausulen ställer upp en yttre gräns men förarbetenas överväganden ger, enligt mig, klart stöd för att denna inte ansågs kunna förhindra missbrukssituationen.

¹⁰⁰ Se Grandinson och Grubbström, "Aktiemarknadsnämndens närståenderegler," s. 52.

¹⁰¹ Se ovan avsnitt 3.2.2.4.

¹⁰² Ds 2018:15, s. 1.

¹⁰³ *Ibid.*, s. 475. Avseende närståendetransaktioner föreslås att reglerna *inte* ska tillämpas på de transaktioner som initieras innan ikraftträdandet men som slutförs först efteråt.

¹⁰⁴ *Ibid.*, s. 72.

juridiska personer.¹⁰⁵ En väsentlig transaktion föreligger om transaktionens värde överstiger 1 miljon kronor och motsvarar minst 1 procent av bolagets värde. Här finns dock även en hopräkningsregel, vilken medför att transaktioner som genomförs inom en tolv månadersperiod kan sammanräknas.¹⁰⁶ En viktig begränsning av 8 a. kap. omfattning framgår av 2–3 §§ som dels hänvisar till beslut där särskilda beslutsordningar redan tillämpas, och dels till transaktioner som utgör en del av bolagets löpande verksamhet och som genomförs på marknadsmässiga villkor.¹⁰⁷

Enligt 8 a kap. 7 § ABL ska en väsentlig transaktion med en närstående part underställas bolagsstämman, och innan dess ska styrelsen framställa en redogörelse över transaktionen där transaktionens villkor ska framgå i sådan utsträckning att aktieägarna kan ta ställning till förslaget.¹⁰⁸ Slutligen stadgas i 8 a kap. 8 § ABL att aktier som innehas av den närstående parten inte ska beaktas vid beslutet.¹⁰⁹

Jävsregeln utgör en legal befogenhetsgräns för styrelsen, vilket innebär att det relevanta avtalet kan ogiltigförklaras vid en eventuell överträdelse om motparten visas vara i ond tro. Det går även att rikta en skadeståndstalan mot en styrelseledamot som genom överträdelse åsamkar bolaget skada, under förutsättning att uppsåt eller oaktsamhet kan påvisas.¹¹⁰

3.3.2 Framväxt och överväganden

3.3.2.1 ABL 44, ABL 75 samt ABL 05

Historiskt sett är det främmande med ett helhetsgrepp om fenomenet närståendetransaktioner inom den svenska aktiebolagsrätten.¹¹¹ Enskilda situationer som är känsliga för intressekonflikter har istället punktmarkerats och reglerats särskilt, t.ex. genom förhöjda informationskrav eller särskilda pluralitetskrav.¹¹² För att stävja känsliga närståendetransaktioner har det även funnits en bakomliggande skyddsgaranti i bolagets vinstsyfte (se bl.a. reglerna om värdeöverföringar i 17 kap. ABL) samt i likhetsprincipen och generalklausulen.¹¹³

Jävsregeln som nu föreslås är dock i stort sett likalydig med den beslutsordning som följer av AMN 2012:05, vars principutlåtande sedan dess utgjort god sed på aktiemarknaden.¹¹⁴

3.3.2.2 Direktiv 2017/828 samt Ds 2018:15

Direktivet tar sin utgångspunkt i det faktum att ett ökat institutionellt ägarskap riskerar att innebära en försämring av aktiebolaget ur ett

¹⁰⁵ 1 kap. 8–9 §§ ÅRL.

¹⁰⁶ Ds 2018:15, s. 74.

¹⁰⁷ Ibid., s. 72f.

¹⁰⁸ Ibid., s. 75.

¹⁰⁹ Ibid.

¹¹⁰ Ibid., s. 407f.

¹¹¹ Ibid., s. 374f.

¹¹² Se exempelvis 17 kap. ABL.

¹¹³ Ds 2018:15, s. 374.

¹¹⁴ Ibid., s. 377f.

bolagsstyrningshänseende; hänvisningar görs till att det finns ”klara belägg” för att tillsyns- och engageringsnivån blir otillräcklig, vilket i sin tur leder till kortsiktiga horisonter och en suboptimal resursallokering.¹¹⁵ Som svar på detta ämnar direktivet uppmuntra till ett mer långsiktigt engagemang, göra det lättare för en ägare att utöva sina aktierättigheter samt öka transparensen mellan investerare och bolag.¹¹⁶ Det är mot bakgrund av detta som direktivet bl.a. stadgar hårdare krav vad avser beslut om väsentliga transaktioner med en närstående part.¹¹⁷

I det slutliga övervägandet Ds 2018:15 konstaterade utredarna för det första att medlemsstaterna har möjlighet att själva avgöra om det är bolagsstämman eller styrelsen som ska fatta beslut om närståendetransaktioner. Med hänvisning till den praxis om god sed på aktiemarknaden som redan har utvecklats inom ramen för AMN, argumenterade utredarna att det mest ändamålsenliga vore om beslutet fattades av bolagsstämman.¹¹⁸ För det andra menade utredarna att medlemsstaterna var fria att själva avgöra om den närstående parten skulle uteslutas från omröstningen genom en jävsregel, eller om en regel om kvalificerade majoritet istället skulle tillämpas. Fastän den vanligaste lösningen i ABL är att uppställa krav på kvalificerad majoritet, så menade utredarna – återigen med hänvisning till AMN 2012:05 – att man borde uppställa en jävsregel som undantog den närståendes röster. Trots att ”möjligheten att frånta aktieägare inflytande i vissa frågor bör användas med stor försiktighet” utgjorde inte heller en jävslösning ett ”principiellt nytt inslag i aktiebolagslagen”, samtidigt som det inte ändrade på ”redan existerande ordningar”.¹¹⁹ Beslutet att införa en jävsregel motiverades också av dess omedelbara beslutsingripande funktion. Ett krav på kvalificerad majoritet får i många fall inte motsvarande effekt eftersom en majoritetsägare i ett aktiemarknadsbolag ofta innehar tillräckligt många röster att forcera transaktionen.¹²⁰

Inför stämmobeslutet är styrelsen skyldig att ta fram tillräckligt underlag för att stämman ska kunna ta ställning till förslaget. Avseende vilka krav som härigenom kan ställas på styrelsen hänvisade utredarna till direktivets ordalydelse som inte tillät dem att uppställa de krav som gällde enligt god sed på aktiemarknaden.¹²¹ Eftersom en närståendetransaktions art kan variera i stor mån menade emellertid utredarna att det fanns fördelar med att inte ställa alltför detaljerade krav. Ett mer allmänt hållet krav ansågs också ge styrelsen en större frihet att anpassa underlaget utifrån den aktuella transaktionen. Förutom att kräva fundamentala uppgifter såsom pris, typ av transaktion samt namnet på den närstående parten, står det därför fritt för styrelsen att själva avgöra om mer kvalificerade uppgifter,

¹¹⁵ Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2017/828 av den 17 maj 2017 om ändring av direktiv 2007/36/EG vad gäller uppmuntrande av aktieägares långsiktiga engagemang, s. 1. Dessa grundläggande antaganden ifrågasätts emellertid ofta, se bl.a. Therese Strands kritik i Therese Strand, ”Nytt EU-Direktiv ska lösa oklara problem,” *Nordisk Tidsskrift för Selskabsret* nr. 2 (2015), 29-41.

¹¹⁶ Direktiv 2017/828/EG, s. 1.

¹¹⁷ *Ibid.*, s. 8.

¹¹⁸ Ds 2018:15, s. 392.

¹¹⁹ *Ibid.*, s. 393.

¹²⁰ *Ibid.*

¹²¹ Här skulle styrelsen inhämta såväl ett värderingsutlåtande från oberoende part som en redogörelse för transaktionen i fråga. Som värderingsutlåtande räknades också en så kallad ”fairness opinion”, vilket var ett skälighetsutlåtande som skulle vägleda aktieägarna utifrån en finansiell utgångspunkt. *Ibid.*, s. 394.

t.ex. värderingsutlåtande, ska ingå i det underlag som tillställs aktieägarna.¹²² Att uppställa ännu hårdare obligatoriska krav (som exempel nämns krav på att upprätta en särskild rapport om transaktionens skälighet och rimlighet) riskerade att höja administrationsbördan för berörda företag på ett omotiverat sätt.¹²³ Utredarna sade slutligen att det föreslagna informationskravet var tillräckligt för att uppfylla direktivets krav på offentliggörande av närståendetransaktioner.¹²⁴

Utredarna bemötte även den kritik som hade riktats mot AMN:s principuttalande. Denna kritik riktade sig främst mot de tolkningsproblem som hade uppkommit avseende vilka transaktioner som skulle omfattas, samt vilka värden som ansågs vara ”icke oväsentliga”.¹²⁵ Mot bakgrund av denna kritik kom därför beslut att undantas i promemorian där det redan finns särskilda beslutsregler (såsom lån till närstående, arvode till styrelseledamöter samt emissioner) samt löpande transaktioner på marknadsmässiga villkor.¹²⁶ Avseende kriteriet ”löpande transaktioner på marknadsmässiga villkor” ska styrelsen säkerställa att det genomförs objektiva bedömningar huruvida kriteriet är uppfyllt.¹²⁷ Eftersom befintliga regler i ÅRL samt Nasdaq Stockholms emittentregler redan borde ha säkerställt sådana rutiner ansågs det däremot inte behövligt att uppställa ett krav på att inrätta ”ett nytt eller särskilt granskningsorgan för att kunna göra de aktuella bedömningarna”.¹²⁸

Avseende den sistnämnda kritiken kunde utredarna konstatera att AMN sedan principutlåtandet ännu inte hade bestämt sig för en enskild bedömningsstandard: ibland hade man tagit hänsyn till vissa nyckeltal, ibland hade man genomfört en skönsmässig bedömning avseende transaktionens påverkan på bolaget, och ibland hade man tagit hänsyn till bolagets omsättning.¹²⁹ Mot bakgrund av direktivets ordalydelse och reglerna i 17 kap. ABL fann dock utredarna att transaktionens värde borde vara den avgörande bedömningsstandarden.¹³⁰ Med hänsyn till ett opublicerat fall i AMN sades dessutom att 1 procent av bolagets värde borde vara en ändamålsenlig gräns, då denna gräns innebar ”en rimlig balans mellan skyddet för aktieägarna och intresset av att bolag inte ska behöva tillämpa den mer komplexa beslutsordningen i alltför stor omfattning”.¹³¹

3.3.3 Sammanfattning

Den kanske största svårigheten för utredarna har varit den som per automatik följer en allmänt hållen *ex ante*-reglering, nämligen att det är svårt att redan på förhand avgöra vilka transaktioner som kan skada ett bolag och som därför

¹²² ”Normalt torde det vara tillräckligt om redogörelsen i stället för ett värderingsutlåtande inkluderar en fairness opinion som gör det möjligt för stämman att ta ställning till om transaktionen är skälig från en finansiell utgångspunkt.” Ibid., s. 395.

¹²³ Ibid., s. 397.

¹²⁴ Ibid., s. 396.

¹²⁵ Grandinson och Grubbström, ”Aktiemarknadsnämndens närståenderegler,” s. 64.

¹²⁶ Ds 2018:15, s. 397f.

¹²⁷ Ibid., s. 400f.

¹²⁸ Ibid., s. 402.

¹²⁹ Ibid., s. 383.

¹³⁰ Ibid., s. 384.

¹³¹ Ibid., s. 385. Den alternativa tröskelvärde om 1 mkr tillkom för att inte snedvrider regleringen ”i den meningen att mindre bolag kommer vara skyldiga att tillämpa den särskilda beslutsordningen på transaktioner som i absoluta tal framstår som oväsentliga”, Ibid.

borde föranleda ett förhöjt minoritetsskydd. Vid inrättandet av jävsregeln vid fusion och delning av bolag kunde denna komplicerade fråga kringgås med en enkel hänvisning till att det inte var påkallat med en sådan generell översyn, men här var man istället tvungen att inta en slutlig inställning. Den andra svårigheten bestod i hur pass hårda editions- samt offentliggörandekrav som skulle uppställas, där utredarna till slut valde en mer tillåtande linje där det viktigaste ansågs vara att inte höja administrationsbördan för berörda företag.

Trots att direktivet lämnade utrymme för lagstiftaren att *inte* inrätta en jävsbestämmelse – men att så ändå gjordes – är det kanske hittills tydligaste tecknet på att rättsutvecklingen har gått mot en utökad användning av jävsregler. En jävsbestämmelse ansågs till och med bidra till en ökad systemkoherens, vilket åtminstone visar att svensk aktiebolagsrätt idag är tillräckligt mogen för att införa fler jävsregler. Även om det ursprungliga initiativet att reglera närståendetransaktioner går att härleda till EU-rätten, kommer således initiativet att använda en jävsregel i högsta grad från lagstiftaren och är det närmsta man har kommit till att återgå till en jävsregel som tillämpas vid avtal.

4. Sammanfattning – jävsreglernas funktion skiljer sig åt

Enligt min mening måste man skilja på jävsregelns funktion vid å ena sidan ansvarsfrågor och å andra sidan vid beslut om fusion/delning och närståendetransaktioner. Vid de sistnämnda besluten utgör nämligen jävsregeln en renodlad *ex ante*-procedur där minoriteten är med och påverkar den konkreta styrningen av bolagets inriktning. Vid ansvarsfrågor får däremot jävsregeln en annan funktion eftersom minoriteten endast prövar innehållet av redan befintliga förpliktelser, dock utan att för den sakens skull besluta om sakens avgörande. Stämman saknar nämligen förmåga att genomdriva förpliktelsen såtillvida inte en domstol gör samma bedömning. Motsvarande domstolsprövning görs i princip inte efter ett fusions- eller delningsbeslut, och kommer av allt att döma inte heller att göras efter beslut om närståendetransaktioner. Man kan med andra ord tala om att jävsregeln vid fusioner och delningar samt närståendetransaktioner *de facto avslutar och avgör frågan*, medan motsvarande jävsregel vid ansvarsfrågor bara utgör *inledningen av ett förfarande* som ändå ska igång genom en objektiv domstolsprövning.

Det är enligt min mening de klart avgränsade fallen och förekomsten av välutvecklade juridifierade bedömningsstandarder – t.ex. ersättningsrätt vid skadeståndsfrågor – som gör jäv vid ansvarsfrågor mindre kontroversiellt; det faktum att jävsregelns tillämpning har varit mer eller mindre intakt sedan ABL 44 vittnar om detta förhållande. Jävsregeln kan således anses vara ändamålsenlig så länge den *faktiskt* förhindrar en jävig ägare från att delta i beslutet. Ändamålsenligheten bör därför avgöras främst med hänsyn till vilken grad en kontrollägare hindras från att utöva inflytande genom exempelvis ombudsroster. Det är också främst kring dessa frågor som man kan se lagstiftarens överväganden. Förhållandet att förfarandet alltjämt innehåller ett *definierande moment ex post* innebär helt enkelt att jävsregeln vid ansvarsfrågor måste anses ha en annan funktion än vid fusioner/delningar samt närståendetransaktioner.

Eftersom jävsregeln vid fusioner och delningar av bolag samt närståendetransaktioner saknar en juridifierad bedömningsstandard som tar sikte *ex post*, kan man konstatera att man här har rört sig längre ifrån den grundläggande principen om att det är mycket svårt att på förhand avgöra vilka åtgärder som kan antas skada ett bolag.¹³² Ändamålsenligheten avgörs med andra ord inte bara med hänsyn till frågan om en jävig aktieägare faktiskt förhindras från att delta. Man måste i minst lika stor mån beakta huruvida jävsregeln faktiskt omfattar skadliga transaktioner, samt beakta de eventuella sidoeffekter som uppstår när ett beslut avgörs av en aktieägarminoritet utan ett definierande moment *ex post*. Sammantaget anser jag att det därför finns skäl att fortsättningsvis fokusera mer på frågan om jävsregelns ändamålsenlighet vid fusion och delning samt närståendetransaktioner än vid ansvarsfrågor.

¹³² Grandinson och Grubbström, "Aktiemarknadsnämndens närståenderegler," s. 50.

DEL IV – Jävsregeln och rättsekonomin

5. Om jävsregelns funktion och verkan

Jävsbestämmelser syftar generellt till att frammana ett objektivt fattat beslut, d.v.s. beslut som fattas oberoende av ovidkommande hänsyn eller intressen.¹³³ En viktig fråga blir därför vad som utgör ett vidkommande hänsyn eller intresse inom aktiebolagsrätten, och motsatsvis vad som inte gör det. I enlighet med aktiebolagsrättens övergripande ändamål kan man säga att ett oberoende och objektivt fattat beslut ytterst är ett som bidrar till ett välfungerande näringsliv, möjliggör för bolag att attrahera kapital samt bidrar till en optimal resursallokering.¹³⁴ En tydligare konkretisering sker om man ser till den svenska styrningsmodellen eftersom denna, med hänsyn till de övergripande ändamålen, anses leda till de bästa bolagsbesluten. Som ovan nämnt innebär modellen att man lägger en stor tillit till kontrollägarens beslutsförmåga, varför man vid denna tidpunkt i diskussionen hade kunnat säga att ett beslut som fattas utan ovidkommande hänsyn eller intressen är ett som är fattat av en kontrollägare.

I enlighet med avsnitten ovan finns det dock många exempel på när ett aktiebolags beslutsfattande organ inte agerar i bolagets intresse. Jag har vidare framfört att kontrollägarskapet endast förskjuter intressekonfliktens tyngdpunkt från den mellan bolagsledningen och aktieägarna, till den mellan majoritets- och minoritetsägarna. Att jäva bort kontrollägaren och låta majoriteten av minoriteten avgöra om en åtgärd är önskad eller inte, säkerställer emellertid bara oberoende i ett hänseende – oberoendet från kontrollägaren. Huruvida detta även innebär att fler effektiva och färre ineffektiva beslut fattas är en annan sak, och det är denna fråga som utgör huvudföremålet för den här delen av uppsatsen.

5.1 Jävsregelns särdrag och uppfattade fördelar

I syfte att bättre förstå jävsregelns särdrag och uppfattade fördelar kan man lämpligen benämna minoritetsskyddsregler som antingen ansvarsregler ("liability rules") eller egendomsregler ("property rules").¹³⁵ Under en ansvarsregel – t.ex. generalklausulen och likhetsprincipen – är det tillåtet för en majoritetsägare att forcera transaktioner mot minoritetens vilja, samtidigt som denne i efterhand kan åläggas att ersätta aktieägarminoriteten upp till vad som bedöms vara transaktionens rättvisa värdering. En egendomsregel – t.ex. jävsregeln – förhindrar däremot samma majoritetsägare från att genomföra känsliga transaktioner fram till dess att en majoritet av aktieägarminoriteten har samtyckt. Uppdelningen mellan å ena sidan ansvars- och å andra sidan egendomsregler

¹³³ Lars Erik Taxell, *Om aktierätt vid bolagsstämma* (Åbo: Åbo Akad., 1959), s. 60.

¹³⁴ Detta i enlighet med aktiebolagslagens övergripande målsättningar, se ovan I.3.1.

¹³⁵ Goshen, "The Efficiency of Controlling Corporate Self-dealing," s. 408. Goshen bygger sin teori på Calabresi och Melameds teorier och vad Goshen gör är att han översätter dem till en bolagsrättslig kontext.

baseras dels på deras olika *värderingsstandarder*, och dels på deras olika effekter avseende *distributionen av en transaktions övervärde*.¹³⁶

Avseende de olika värderingsstandarderna kommer en transaktion under en *ansvarsregel* alltid att värderas utifrån ett *objektivt värde*, vilket följer av att bedömningen av transaktionens skälighet alltid sker av en domstol *ex post*. Under en *egendomsregel* följer istället att transaktioner alltid kommer att värderas utifrån minoritetens *subjektiva värde*, eftersom de *ex ante* måste samtycka till åtgärden.¹³⁷ Skillnaden i värderingsstandard anses vara den första fördelen med att tillämpa en egendomsregel, då det upprätthåller "a regime of voluntary transactions and preserves the role of subjective valuations".¹³⁸ En egendomsregel har därför ansetts utgöra den renaste regelformen för att frambringa transaktioner enligt verkliga marknadsvillkor (s.k. "arm's length endorsement"). I förlängningen innebär också den subjektiva värderingen att domstolar slipper genomföra omfattande och komplicerade bedömningar om vad som ska utgöra en transaktions objektiva värde.¹³⁹ Domstolarna behöver således inte bedöma värdet av komplexa affärsmässiga upplägg, och kan istället fokusera på att bedöma huruvida den processuella beslutsordningen har åtföljts.¹⁴⁰ En sådan process innebär också mindre rättegångskostnader på grund av dess simplare karaktär, varför en minoritet inte behöver dra sig från att klandra beslut.¹⁴¹

Skillnaden i värderingsstandard innebär också att distributionen av en transaktions övervärde kommer att variera, åtminstone i de fall där ett marknadsvärde inte är otvetydigt klarlagt.¹⁴² När ett sådant marknadsvärde saknas skapas nämligen ett slags övervärde, som i sin tur kan tillfalla majoriteten eller minoriteten. Som exempel kan nämnas A (säljare), som värderar en tillgång till 100 kr, och B (köpare), som värderar samma tillgång till 200 kr. Övervärdet är de 100 kr som skiljer deras värderingar åt, och grundläggande ekonomiska antaganden gör då gällande att en effektiv transaktion ligger inom intervallet 100–200 kr eftersom både köpare och säljare får ta del av transaktionens övervärde; om priset t.ex. bestäms till 180 kr får säljaren 80 kr av övervärdet, medan köparen får 20 kr av övervärdet. Hur utfallet blir beror på flera olika faktorer, såsom förhandlingsförmåga samt tillgång till information, men så länge transaktionen baseras på samtycke är det just dessa nämnda faktorer som avgör var övervärdet hamnar. Om köparen istället kan forcera transaktionen för att

¹³⁶ Goshen, "The Efficiency of Controlling Corporate Self-dealing," s. 408.

¹³⁷ *Ibid.*, s. 398.

¹³⁸ Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes och Andrei Shleifer, "The Law and Economics of Self-dealing." *Journal of Financial Economics* 88, no. 3 (2008): s. 436: "For this reason, we treat disinterested shareholder approval as the purest case of arm's-length endorsement of the transaction."

¹³⁹ Bedömningen går istället bl.a. ut på att undersöka huruvida minoritetsägarna har getts missledande eller otillräcklig information, om kontrollägaren eller ledningen har sökt påverka röstningen genom ombud, om ägare har lovats fördelar och därför inte är icke-intressenter, om ägare hotats av motåtgärder eller om det fanns dolda eller okända affärssamband mellan vissa minoritetsägare och kontrollägaren. Goshen, "The Efficiency of Controlling Corporate Self-dealing," s. 418.

¹⁴⁰ "[W]hile it is difficult to determine whether a given voter is indeed interested, it nevertheless will not entail high costs, since the courts are accustomed to contending with issues of deceit." *Ibid.*, s. 418.

¹⁴¹ *Ibid.*, s. 418f. Se ovan 2.2.2.4 *in fine*.

¹⁴² Se härom även Nick Hallemeesch resonemang i Hallemeesch, "Self-Dealing by Controlling Shareholders," s. 227–229.

endast bli prövad *ex post* ändras förutsättningarna. I syfte att tillgodogöra sig ett så högt övervärde som möjligt kommer nämligen köparen alltid att närma sig det lägsta möjliga värdet inom intervallet (d.v.s. 101 kr), utan att det påverkar synen på transaktionen som objektivt rättvist värderad.¹⁴³ Slutsatsen blir således att vid en objektiv värdering kommer en större del av en transaktions övervärde att tillfalla kontrollägaren, medan det motsatta gäller vid en subjektiv värdering.¹⁴⁴ En jävsregel stärker därmed minoritetens förhandlingsposition och incitament att på egen hand påverka och hindra ineffektiva transaktioner.¹⁴⁵ På grund av den stärkta förhandlingspositionen kan man även förvänta sig att en jävsregel medför att färre av de transaktioner som kräver minoritetens godkännande både föreslås och genomförs.¹⁴⁶

Sammantaget utgör jävsregeln, i egenskap av egendomsregel, en procedur som bidrar till att skapa ett ekonomiskt värde som minoriteten annars inte har tillgång till. Utöver detta stärker en jävsregel minoritetens förhandlingsposition med följderna att färre transaktioner av intressekonfliktskaraktär lär föreslås. Eftersom betoningen skiftas från *ex post* till *ex ante* intar följaktligen lagstiftaren och domstolen mindre centrala roller, vilket tjänar som en behövlig avlastning till förmån för marknadens parter. Samtidigt förväntas både lagstiftaren och domstolen inta mer aktiva roller i upprätthållandet av procedurens integritet, vilket bl.a. sker genom att säkerställa att jäviga aktieägare faktiskt undanhålls från att påverka beslutsfattandet. Därutöver förväntas såväl lagstiftaren som domstolen inta en aktiv roll vad avser upprätthållandet av diverse informationskrav.¹⁴⁷

5.2 Kan en minoritet förväntas utnyttja jävsregeln på avsett sätt?

Jävsregelns fördelar i praktiken beror i mångt och mycket på hur minoriteten faktiskt använder sig av deras förbättrade förhandlingsposition. Historiskt sett har det framförts två skäl till varför det har ansetts vara mindre lämpligt att låta en minoritet vara med och påverka i ett bolags beslutsfattande. För det första antas minoriteten sakna den information som krävs för att vara tillräckligt insatta i frågan om ett beslut är ineffektivt eller inte. För det andra anses minoriteten i regel sakna de ekonomiska incitament som behövs för att kunna engagera sig i övervakningen av ett bolag.¹⁴⁸ De två skälen har konkretiserats genom termerna *kostnad för kollektivt handlande* ("collective action costs") samt *informationsasymmetri*.

Kostnader för kollektivt handlande gör sig gällande så snart det finns mer än en ägare i ett bolag. De avsedda kostnaderna utgörs dels av de resurser som behövs för att kunna skaffa information om ett bolag, och dels av de resurser som krävs för att kunna genomföra en efterföljande bedömning av underlaget. Eftersom

¹⁴³ Så är fallet eftersom den alltjämt kan betraktas som effektiv. Goshen, "The Efficiency of Controlling Corporate Self-dealing," s. 411 ff.

¹⁴⁴ Ibid., s. 408.

¹⁴⁵ Ibid., s. 412.

¹⁴⁶ Ibid., s. 414.

¹⁴⁷ "With this approach [användandet av en jävsregel, författarens anm.], the government moves beyond *laissez-faire* and regulates the contracting framework, but leaves enforcement to private parties." Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes och Shleifer, "The Law and Economics of Self-dealing," s. 463.

¹⁴⁸ Lars Erik Taxell, *Om aktierätt vid bolagsstämma* (Åbo: Åbo Akad., 1959), s. 59.

all eventuell nytta av framtida förbättringsåtgärder kommer att tillfalla samtliga aktieägare, saknas ekonomiska incitament för en enskild aktieägare att ta på sig dessa kostnader. En rationell ägare presumeras därför att istället ägna sig åt s.k. ”free-riding”, vilket innebär att kostnaderna tas av någon annan.¹⁴⁹ Denna presumtion kommer endast att brytas om det blir mer oförmånligt att förhålla sig passiv än att engagera sig i beslutsfattandet, d.v.s. när kostnaderna för negativa externaliteter blir högre än beslutskostnaderna.¹⁵⁰ För att en minoritetsägare överhuvudtaget ska kunna göra en sådan bedömning krävs emellertid att denne har tillgång till tillräcklig information, något som inte kan förväntas eftersom ägaren saknar ekonomiska incitament för att såväl ta sig till sådan information, som att bedöma den. Detta förhållande är alltså själva orsaken bakom den grundläggande *informationsasymmetrin* som infinner sig mellan en kontrollägare och en minoritet. I regel kan därför en minoritet förväntas vara dåligt beskaffade för att beivra ineffektiva beslut,¹⁵¹ vilket innebär att minoriteten oftare säljer sitt innehav snarare än engagerar sig i bolagets beslutsfattande.

Mot bakgrund av dessa omständigheter går det principiellt att ifrågasätta jävsregelns lämplighet – minoriteten riskerar nämligen att lika gärna rikta in sig på effektiva transaktioner som är till nytta för bolaget. Transaktioner som är komplicerade till sin karaktär är särskilt utsatta, eftersom nyttan i dessa fall eventuellt endast framgår för den som är involverad i bolaget på en regelbunden basis. Mot bakgrund av att majoriteten vet med sig att dessa transaktioner kommer ha mycket svårt att passera bolagsstämman, kan transaktionerna mycket väl omöjliggöras.¹⁵²

5.2.1 Institutionella investerare

Traditionellt har institutionella ägare dels ansetts förmildra problemet med informationsasymmetri och dels ansetts minska de kollektiva beslutskostnaderna.¹⁵³ Frågan är därför om man härigenom kan förvänta sig en mer ändamålsenlig användning av jävsregeln.

Kategorin ”institutionella ägare” är bred, och innefattar bl.a. följande: a) *icke-finansiella företag* som äger aktier i andra bolag utan att ha ett direkt verksamhetsmål att förvalta dem, b) *investmentbolag* som förvaltar aktier som dess uteslutande affärsverksamhet, c) *investeringsfonder* som liknar investmentbolag, men som drivs i annan form, d) *livförsäkringsbolag* som förvaltar medel genom

¹⁴⁹ John C. Coffee, "Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor," *Columbia Law Review* 91, no. 6 (1991): s. 1285 not 23. Det är mot bakgrund av detta förhållande som kontrollägarskapet har utvecklats.

¹⁵⁰ En externalitet uppstår som en följd av ett beslut eller åtgärd som påverkar tredje part. För minoritetens vidkommande är en uppenbar negativ externalitet att majoriteten vidtar åtgärder som inte gynnar det gemensamma bolagsintresset. Ett exempel på detta är således när en kontrollägars kontrollpremie har börjat överstiga övervakningsnyttan. Almlöf, Hanna. "Mot en djupare förståelse av aktiebolagsrättens utformning." *Nordisk Tidsskrift för Selskabsret* nr. 2/3 (2016): s. 109, med hänvisning till Buchanan och Tullocks Calculus of Consent.

¹⁵¹ Coffee, "Liquidity versus Control," s. 1285 not 23. Se också Hallemeesch, "Self-Dealing by Controlling Shareholders," s. 230.

¹⁵² Goshen, "The Efficiency of Controlling Corporate Self-dealing," s. 414.

¹⁵³ Se Bernard S. Black, "Agents Watching Agents – The Promise of Institutional Investor Voice." *UCLA Law Review* 39, no. 4 (1992): 811-93; Coffee, Jr., "Liquidity versus Control,"; Roberta Romano, "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered," *Columbia Law Review* 93, no. 4 (1993): 795.

aktieplaceringar, e) *pensionsfonder* som likt livförsäkringsbolag förvaltar pensionsmedel genom aktieplaceringar, samt f) *sovereign wealth funds* (SWF)¹⁵⁴ och *stiftelser* som är unika kapitalförvaltare eftersom de själva är slutliga ägare av de tillgångar som förvaltas.¹⁵⁵

I syfte att bättre förstå institutionella ägares olika ägarroller har Serdar Çelik och Mats Isaksson presenterat sju huvudsakliga komponenter i OECD-rapporten *Corporate Governance in Today's Equity Markets and the Role of Institutional Investors*. Alla komponenter påverkar institutionella ägares engagemang, och utgörs av följande: 1) institutionens syfte och ändamål, 2) ansvarsförbindelsers profil och löptid, 3) investeringsstrategin, 4) portföljteorin, 5) organisationens avgiftsstruktur, 6) huruvida organisationen tar politiska eller sociala hänsynstaganden, samt 7) nationell reglering.¹⁵⁶ Utifrån dessa sju komponenter finner Çelik och Isaksson att institutionella ägares engagemang kan delas in i fyra kategorier.

För det första kan institutioner sakna engagemang. Institutionen utnyttjar då inte sin rösträtt och upprätthåller vare sig kommunikation med företagsledningen eller kontrollägaren – ägandet är helt passivt. *För det andra* kan engagemanget vara reaktivt. En sådan ägare tar inga egna initiativ men deltar vid omröstningar på bolagsstämman. Deltagandet sker dock enligt förutbestämda policydokument, alternativt genom s.k. röstningsrådgivare. Dessa ägare kan slutligen även förväntas reagera på exempelvis hedgefonders engagemang. *För det tredje* kan ägare ha ett s.k. alpha-engagemang. Främst avses här olika aktivister, t.ex. hedgefonder eller private equity-bolag, som på kort eller lång sikt tror sig kunna extrahera ett värde som överstiger marknadens benchmark. *För det fjärde* kan ägare ha ett s.k. inside-engagemang. Detta är den yttersta formen av engagemang och kan liknas vid kontrollägarposten.¹⁵⁷

Det finns sammantaget skäl nog att vara skeptisk mot institutionella ägares förmåga att inta en mer aktiv ägarroll. Anledningen till detta är att den stora majoriteten tillhör den första och andra kategorin ovan, vilket innebär att de saknar ekonomiskt incitament att lägga ner resurser i det enskilda företaget.¹⁵⁸ Ytterst beror detta på den stora konkurrensen mellan institutionerna, något som lämnar lite utrymme åt övervakning eftersom den förmodade övervakningsnyttan även tillfaller konkurrenterna.¹⁵⁹ Om aktiestockens likviditet är hög finns det dessutom större incitament att helt enkelt sälja aktieinnehavet.¹⁶⁰

¹⁵⁴ Som exempel på en SWF kan nämnas den norska oljefonden.

¹⁵⁵ Jakobsson och Wiberg, "Vem ska styra de svenska företagen," s. 48 samt Serdar Çelik och Mats Isaksson, "Institutional Investors and Ownership Engagement," *OECD Journal: Financial Market Trends* 2013, no. 2 (2014): 96ff.

¹⁵⁶ Çelik och Isaksson, "Institutional Investors and Ownership Engagement," s. 119-124.

¹⁵⁷ *Ibid.*, s. 124ff.

¹⁵⁸ Tobias H. Tröger, "Corporate Groups: A German's European Perspective," *Research Center SAFE - Sustainable Architecture for Finance in Europe, Goethe University Frankfurt* (2014): s. 33.

¹⁵⁹ Ronald J. Gilson och Jeffrey N. Gordon, "The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights," *Columbia Law Review* 113, no. 4 (2013): s. 890, 892. Man talar om att vinsten för effektiv kontroll mäts i *relativa* termer. Detta påpekas ofta, se även Grandinson och Grubbström, "Aktiemarknadsnämndens närståenderegler," s. 64f, samt Tröger, "Corporate Groups," s. 33.

¹⁶⁰ Även kallat "The Wall Street Rule". Se Edward B. Rock, "Institutional Investors in Corporate Governance," i *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, ed. Jeffrey N. Gordon and Wolf-

Kringliggande reglering, som förbudet mot insiderhandel, kan också verka engagemangshämmande då det kan medföra att institutionella investerare immobiliserar deras portföljer.¹⁶¹ Institutionella ägare förmildrar därför i regel inte problemet med free-riding, vilket innebär att de inte kan förväntas medföra en mer kvalitativ användning av jävsregeln i syfte att stävja ineffektiva transaktioner.¹⁶²

Frågan är således huruvida det blir någon skillnad om institutionella ägare påtvingas genom lagstiftning att avlägga sina röster. Studier har visat att de flesta institutionella ägare kommer att förbli passiva fram till den tidpunkt då det blir obligatoriskt att delta mer aktivt.¹⁶³ Sådana regler får dock oftast effekten att röstningen istället sker utifrån rekommendationer från röstningsrådgivare. Sådan outsourcing kan visserligen anses bidra med förhöjd besluts kvalitet, men här finns också en risk att bristande konkurrens samt röstningsrådgivarnas interna intressekonflikter leder till en ineffektiv och standardiserad röstrådgivning.¹⁶⁴ Det går därför att invända mot det faktum att jävsregelns resultat korrelerar med röstningsrådgivarnas råd.¹⁶⁵

5.2.2 Särskilt om aktivister

På senare tid har frågan väckts om jävsregeln i kombination med olika derivatupplägg, bl.a. ”empty voting” och ”short-selling”, kan missbrukas av aktivister såsom hedgefonder. Det finns nämligen en oro att jävsregeln medför en alltför stark förhandlingsposition:

In an environment where traditional institutions are rationally reticent, meaning that they are willing to respond to proposals but unwilling to initiate campaigns, activists can allow institutions to leverage and free ride on their proposals. The activists' aim is then to trigger institutional support that increases the value of the proposal and in the end reduces agency costs. Activist investors have no fiduciary duties. They are practically unregulated, free from state control, political influence, or extensive disclosure requirements, and suffer from fewer conflicts of interest than traditional institutional fund managers. With greater independence and

Georg Ringe (Oxford University Press, 2018), s. 16, samt Jakobsson och Wiberg, ”Vem ska styra de svenska företagen,” s. 53, med hänvisningar.

¹⁶¹ Jakobsson och Wiberg, ”Vem ska styra de svenska företagen,” s. 53. Se även Edward B. Rock, ”MOM Approval in a World of Active Shareholders,” *European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 389/2018* (March 1, 2018): s. 7f. Tillgänglig på: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3122681>.

¹⁶² Tröger, ”Corporate Groups,” s. 33.

¹⁶³ Hamdani, Assaf, och Yishay Yafeh, ”Institutional Investors as Minority Shareholders,” *Review of Finance* 17, no. 2 (2013): 691-725.

¹⁶⁴ För en fördjupad bild av röstningsrådgivare i Europa se: Holger Fleischer, ”Proxy Advisors in Europe: Reform Proposals and Regulatory Strategies,” *European Company Law* 9, no. 1 (2012): 12-20. samt Therese Strand, ”Short-Termism in the European Union,” *Columbia Journal of European Law* 22 (2015): s. 52f. För en internationell kritik, se Yvan Allaire, ”The Troubling Case of Proxy Advisors: Some Policy Recommendations,” *Institute for Governance of Private and Public Organizations* (Januari 2013): s. 5, s. 11f. Tillgänglig på: <https://igopp.org/en/the-troubling-case-of-proxy-advisors/>.

¹⁶⁵ Se bl.a. Tröger, ”Corporate Groups,” s. 33f. samt – för en längre diskussion – Strand, ”Short-Termism,” s. 50ff.

more power, they have every incentive to generate positive returns.¹⁶⁶

En sådan oro bör tas på allvar och har också beskrivits som en egendomsregels största nackdel, d.v.s. att en sådan regel skapar incitament att vänta in en större avkastning innan man till slut accepterar transaktionen.¹⁶⁷ Vidare kan aktivister genom att använda sig av olika derivataupplägg (s.k. short-selling och/eller empty voting),¹⁶⁸ separera rösträtten från det ekonomiska ägarskapet, med den naturliga följderna att aktivisten då inte längre bär en proportionerlig förmögenhetskonsekvens av sitt beslutsfattande. En jävsregel riskerar således att förhindra effektiva transaktioner (eftersom minoriteten begär ett för högt överskott), samt att förenkla kortsiktiga värdeextraheringar ur ett bolag.¹⁶⁹

All hedging är emellertid inte dålig hedging. I en svensk kontext kan man t.ex. beakta att en kontrollägarpost ofta utgörs av röststarka A-aktier, vilket de facto utgör en form av hedging eftersom kontrollägaren vid sådant innehav inte bär proportionerliga förmögenhetskonsekvenser av sina beslut. Det går på samma sätt att föreställa sig att det kan vara nyttigt med nya slags hedging-metoder i kombination med en jävsregel – det kan nämligen uppfattas som positivt att röster flyttas från passiva ägare till en aktivist som redan har relevant informationsunderlag och de rätta incitamenten.¹⁷⁰ Att aktivister endast jagar kortsiktiga värdeextraheringar till nackdel för bolaget i fråga har också ifrågasatts.¹⁷¹ Frågan om aktivisters positiva eller negativa verkan är ännu inte slutligt avgjord, men det konstateras ofta att dessa aktivister inte bör förbjudas, utan att man snarare borde genomföra fler empiriska undersökningar samt öka transparensen kring deras olika roller och upplägg.¹⁷²

¹⁶⁶ Strand, "Short-Termism," s. 58.

¹⁶⁷ Goshen, "The Efficiency of Controlling Corporate Self-dealing," s. 402, 414.

¹⁶⁸ Se mer om empty voting och short-selling: Henry T.C. Hu och Bernard Black, "Empty Voting and Hidden Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms," *Business Lawyer* 61, no. 3 (2006): 1011-1070; Marcel Kahan och Edward B. Rock, "Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control," *University of Pennsylvania Law Review* 155 (2007): 1021-981; Konstantinos Sergakis, "The Duties of a Short Seller," *Shareholder's Duties* ed. Hanne Birkmose (January 29, 2016): 153-173. Tillgänglig på: <https://ssrn.com/abstract=2744802>.

¹⁶⁹ Denna risk är påtaglig främst vid fusions- och delningsbeslut.

¹⁷⁰ Short-selling har bl.a. ansetts bidra med "price discovery and accuracy, increase market liquidity, and reduce market volatility." Detta eftersom short-sellers ses som erfarna (och därför lättare kan dechiffrera och göra det mesta av tillgänglig information) samtidigt som de genom sina aktioner bidrar till mindre intern och extern informationsasymmetri, vilket leder till en bättre kongruens mellan aktiens handlade och fundamentala värde. Detta har positiva effekter för hela aktiemarknaden: "market volatility is reduced in the presence of short selling since market actors benefit from short sellers' perception about shares' fundamental value, which helps reduce market uncertainty in general". Det gick även, efter den senaste globala finanskrisen, att se en minskning av aktiemarknadslikviditeten i de länder som instiftade förbud mot short-sellers. Sergakis, "The Duties of a Short Seller," s. 156, med hänvisningar.

¹⁷¹ Se Kahan och Rock, "Hedge Funds in Corporate Governance," s. 1084-1087; Lucian A. Bebchuk, Alon Brav och Wei Jiang, "The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism," *Columbia Law Review* 115, no. 5 (2015); Lucian A. Bebchuk, Alon Brav, Robert J. Jackson Jr och Wei Jiang, "Pre-disclosure Accumulations by Activist Investors: Evidence and Policy," *The Journal of Corporation Law* 39, no. 1 (2013); Boyson, Nicole M. M., och Robert M. Mooradian, "Corporate Governance and Hedge Fund Activism," *Review of Derivatives Research* 14, no. 2 (2011): 169-204.

¹⁷² Sergakis, "The Duties of a Short Seller," s. 173. Se även Hu och Black, "Empty Voting and Hidden Ownership," s. 80.

5.3 Förhållandet att skadliga transaktioner bestäms *ex ante*

Att sammankalla en bolagsstämma tar både tid och resurser i anspråk. Kallelsen innebär höga administrativa kostnader och aktieägarna måste därefter ges tillräckligt med information samt skäligt rådrum för att kunna ta ställning till den fråga som ska avgöras. Det är därför ohållbart att kalla till en bolagsstämma alltför ofta, helt enkelt eftersom det föranleder alltför höga transaktionskostnader samt innebär en kostsam beslutsfördröjning.¹⁷³ Dessa förhållanden påvisar kärnan i svårigheten med att uppställa jävsregler som tar sikte *ex ante* (att man redan på förhand måste avgöra vad som är en potentiellt skadlig transaktion), och om alltför många transaktioner omfattas riskerar även legitima transaktioner, där det typiskt sett saknas motstridiga intressen mellan den närstående och bolaget, att inkluderas. En hel kategori av beslut – t.ex. företagsekonomiskt berättigade beslut som inte på ett oskäligt sätt gynnar en viss aktieägare, och som inte heller hade kunnat angripas med exempelvis en generalklausul – riskerar då att försvåras eller omöjliggöras.¹⁷⁴

Jävsregeln innebär med andra ord att man påtvingar majoriteten och minoriteten ett formaliserat förhandlingsförfarande, utan möjlighet för dem själva att avgöra huruvida detta är det mest ändamålsenliga förfarandet för deras relation. Genom att uppställa ett sådant formaliserat förfarande bortser man från det faktum att parterna även i avsaknad av en jävsregel hade kunnat ägna sig åt förhandlingar ”i skuggan” av t.ex. en generalklausul.¹⁷⁵ På så sätt ger också en ansvarsregel som tar sikte *ex post* en större frihet för aktiebolagets parter att själva avgöra vilket förfarande som är mest ändamålsenligt för just deras relation, d.v.s. vad som medför så låga transaktionskostnader och så små beslutsfördröjningar som möjligt. När man utformar en jävsregel måste man således i största möjliga utsträckning ta hänsyn till huruvida parterna hade använt en jävsregel *i avsaknaden av en jävsregel*.

5.4 Hur kan en jävsregels funktion och verkan påverkas?

5.4.1 Extern kommittés utlåtande

Genom att införa en extern kommitté som ska representera aktieägarminoriteten kan man överkomma problemet med såväl informationsasymmetri som kostnaden för kollektivt handlande.¹⁷⁶ En sådan koncentrerad kommitté är med andra ord en mycket bättre förhandlare än en spridd marknad.¹⁷⁷ Det framförs emellertid ofta att en kommitté i praktiken ofta inte är oberoende, utan istället

¹⁷³ Enriques, "Related Party Transactions," s. 18; Goshen, "The Efficiency of Controlling Corporate Self-dealing," s. 417; Hallemeesch, "Self-Dealing by Controlling Shareholders," s. 231.

¹⁷⁴ Grandinson och Grubbström, "Aktiemarknadsnämndens närståenderegler," s. 64.

¹⁷⁵ Goshen, "The Efficiency of Controlling Corporate Self-dealing," s. 407.

¹⁷⁶ Bernard Black och Reinier Kraakman, "A Self-enforcing Model of Corporate Law," *Harvard Law Review* 109, no. 8 (1996): s. 1932.

¹⁷⁷ Rock, "MOM Approval in a World of Active Shareholders," s. 7, med hänvisningar. Se även Enriques, "Related Party Transactions," s. 20: "Because of their total control over the process, special committees have various advantages over [pure] shareholder MOM approval: their involvement is more timely, their (access to) information better, no serious holdout risk exists, and the procedural costs should be lower."

t.ex. är påverkad av majoritetsägaren.¹⁷⁸ Genom att kombinera kommittén med en jävsregel kontrolleras emellertid huruvida kommittén i tillräcklig mån har tillgodosett minoritetsintresset:

An effective special committee, unlike disaggregate stockholders who face a collective action problem, has bargaining power to extract the highest price available for the minority stockholders. The majority of the minority vote, however, provides the stockholders an important opportunity to approve or disapprove of the work of the special committee and to stop a transaction they believe is not in their best interests.¹⁷⁹

[B]ecause bargaining agents are not always effective or faithful, [MOM approval] is critical, because it gives the minority stockholders the opportunity to reject their agents' work'. Ex ante, it will prompt independent directors to negotiate harder.¹⁸⁰

Med hänsyn till jävsregelns kontrollerande funktion anses det ibland mindre angeläget att tala om risken som följer av att företagsledningen/kontrollägaren är med och utser den externa kommittén.¹⁸¹ Det finns dock ändå goda skäl att begränsa dessa från att påverka kommitténs sammansättning,¹⁸² t.ex. genom att låta minoriteten ha ensam befogenhet att utse samt avsätta kommitténs ledamöter.¹⁸³ Trots att ett sådant val aktualiserar problemet med kostnader för kollektivt handlande, kan man förvänta sig att ett beslutet på grund av dess relativt okomplicerade karaktär endast involverar smärre transaktionskostnader. Vidare kan man förvänta sig att kommittéledamöter med tiden blir mer och mer namnkunniga, vilket kan förenkla minoritetens bedömning.¹⁸⁴ På det stora hela kan också ryktesaspekten vara särskilt gynnsam eftersom ledamöterna måste visa sig vara svärpåverkade av både kontrollägaren och andra ovidkommande hänsynstaganden.¹⁸⁵ Ett exempel på sådan ovidkommande hänsyn är när alltför

¹⁷⁸ Black och Kraakman, "A Self-enforcing Model of Corporate Law," s. 1959. Se även Paul Davies, "Related Party Transactions: UK Model" *European Corporate Governance Institute (ECGI) Working Paper No. 387* (Februari 2018). Tillgänglig på: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3126996>; Lucian Bebchuk och Assaf Hamdani, "Independent Directors and Controlling Shareholders," *University of Pennsylvania Law Review* 165, no. 6 (2017): s. 1289f.; Steven M. Davidoff, "Fairness Opinions," *American University Law Review* 55, no. 6 (2006): s. 1573-80; J. Coffee Jr., *Gatekeepers. The role of the professions in corporate governance* (Oxford: Oxford University Press, 2006), s. 2-10.

¹⁷⁹ Rock, "MOM Approval in a World of Active Shareholders," s. 7, med hänvisning till John Q. Hammons Hotels Inc. Shareholder Litigation, 2009 Del Ch LEXIS 174, *42.

¹⁸⁰ Enriques, "Related Party Transactions," s. 20.

¹⁸¹ AMN:s praxis har också gått i denna riktning, då man i AMN 2012:05 konstaterade att det är styrelsen som ska inhämta ett värderingsutlåtande, AMN 2012:05, s. 2.

¹⁸² Black och Kraakman, "A Self-enforcing Model of Corporate Law," s. 1947, 1959.

¹⁸³ María Gutiérrez och Maribel Sáez, "Deconstructing Independent Directors," *Journal of Corporate Law Studies* 13, no. 1 (2013): s. 86; Bebchuk och Hamdani, "Independent Directors and Controlling Shareholders," s. 1290-1293. Se även Hallemeesch, "Self-Dealing by Controlling Shareholders," s. 233.

¹⁸⁴ Gutiérrez och Sáez, "Deconstructing Independent Directors," s. 93.

¹⁸⁵ Hallemeesch, "Self-Dealing by Controlling Shareholders," s. 234. Detta förutsätter emellertid att det också finns en norm att immunisera sig mot sådan påverkan. Enriques pratar härvid om vikten av sociala normer: "even fervent enforcement [...] can reveal itself to be no more than a flash in the pan in countries where either no social norm against tunneling exists (i.e., where 'don't engage in tunneling' is not, broadly speaking, a specification of the prohibition on theft) or market players do not

opportunistiska aktivister genom utpressningsliknande förfaranden driver sitt egenintresse i alltför hög grad.¹⁸⁶

Som påpekats ovan hade det medfört för höga transaktionskostnader och kostsamma beslutsfördröjningar om varje transaktion som utsätts för en intressekonfliktsliknande situation skulle föranleda att en extern kommitté behöver utses. En ändamålsenlig gräns måste därför sättas.¹⁸⁷ I syfte att hitta en bättre balans och en större flexibilitet kan man tänka sig att det relevanta kriteriet borde baseras på en skyldighet för företagsledningen eller kontrollägaren att själva flagga för materiella transaktioner av intressekonfliktskaraktär. Ett sådant kriterium hade ersatt ett tröskelvärde och istället utgått från frågan om det föreligger en *faktisk* intressekonflikt. Det riskerar dock att vara kontraproduktivt att sätta tilliten till företagsledningen och kontrollägaren:

A standard, like the notion of materiality, will give corporate decision-makers wide discretion in determining what to include and, if the rationale is the risk of tunneling, may prove self-defeating, because no insider will be happy to confess that the company is doing something that may indeed be judged as tunneling-prone.¹⁸⁸

I brist på annat anses därför ett tröskelvärde, trots dess brister, ofta vara det mest effektiva kriteriet.¹⁸⁹ Det är med andra ord mycket svårt att komma runt förhållandet att allt annat än ett objektiva kvalitativt kriterium lämnar minoriteten till kontrollägarens godtycke.

Juridikprofessorn Edward B. Rock¹⁹⁰ har i en nyligen publicerad artikel framfört två huvudsakliga invändningar till varför man inte bör vara alltför optimistisk kring kommittéers effektivitet. Rock menar, för det första, att man inte ska underskatta hur kommittén utses. Eftersom det är av stor vikt att kommitténs ledamöter faktiskt är oberoende, innebär alla slags antydningar om att kontrollägaren måste ge sitt godkännande att dessa ledamöter i själva verket inte uppfyller detta krav.¹⁹¹ Trots det faktum att jävsregeln ämnar utgöra en kontroll över kommitténs prestation, ifrågasätter Rock vidare om det verkligen går att förutsätta en sådan funktion. Han utgår från vilka alternativ en minoritetsägare har när kommittén väl avgett sitt förslag: antingen accepteras förslaget, eller så förkastas det varefter kontrollägarens förslag istället godkänns. Ställda inför ett sådant val kan man förvänta sig att minoritetsägarna i princip alltid kommer att föredra det förstnämnda. Jävsregelns tillämpning leder således bara till det minst dåliga valet, snarare än till en bedömning av kommitténs förmåga att i det enskilda fallet tillgodose minoritetsintresset i tillräcklig utsträckning. När jävsregeln i själva verket inte kontrollerar kommitténs prestation är man plötsligt

themselves effectively demand high compliance rates and strict enforcement." Enriques, "Related Party Transactions," s. 33.

¹⁸⁶ Enriques, "Related Party Transactions," s. 20f.

¹⁸⁷ Diskussionen har främst gör sig gällande avseende närståendetransaktioner. Se Enriques, "Related Party Transactions," s. 18 samt Hallemeesch, "Self-Dealing by Controlling Shareholders," s. 231.

¹⁸⁸ Enriques, "Related Party Transactions," s. 28.

¹⁸⁹ Ibid., s. 28.

¹⁹⁰ Edward B. Rock inriktar sig mot Corporate Governance & Finance och är verksam vid New York University School of Law.

¹⁹¹ Rock, "MOM Approval in a World of Active Shareholders," s. 8.

tillbaka vid den sedvanliga kritiken om att sådana oberoende representanter i själva verket fördunklar intressekonfliktsproblematiken.¹⁹²

Kritiken går väl i linje med en annan studie som gör gällande att jävsregelns effektivitet påverkas av kontrollägarrens initiativrätt vad gäller *omröstningens tidpunkt* ("the strategic timing of the vote"): om en kontrollägare ensam avgör när omröstningen ska äga rum, minskar också de fall då minoriteten röstar emot förslaget.¹⁹³ Förmågan att inte bara styra *vilka* förslag som läggs fram utan också *när* de läggs fram påverkar således omröstningens utgång. Studiens slutsats baseras på två faktorer. Den första faktorn är att minoriteten mer eller mindre tvingas att godkänna förslaget om omröstningen placeras efter en kostsam förhandlingsprocess. Skälet till detta är att alla andra alternativ, på grund av redan nedlagda förhandlingskostnader, kommer ha blivit suboptimala, och bär således spår av Rocks kritik. Den andra faktorn är mer originell och beaktar att en kontrollägare, även i skuggan av en jävsregel, kan säkerställa tillräckligt stöd för åtgärden innan förslaget läggs fram på stämman.¹⁹⁴

5.4.2 Dispens från användandet av jävsregeln

En extern kommitté måste inte användas tillsammans med en jävsregel, utan kan även användas självständigt. Med det sagt behöver inte den externa kommittén göras obligatorisk vid en tillämpning av jävsregeln, utan kan snarare ses som ett frivilligt komplement. Man kan därför tala om tre olika scenarion: en där bara jävsregeln används, en där bara en extern kommitté används samt en där båda används tillsammans. Genom att låta en företagsledning välja det scenario som passar den enskilda situationen bäst, minskas risken för att jävsregeln används i opportunistiskt syfte.¹⁹⁵ Därutöver reserveras de förhöjda beslutskostnaderna samt beslutsfördröjningen till de fall där det är motiverat med ett förhöjt minoritetsskydd, d.v.s. för fall där (kontrollägaren anser att) det finns en faktisk intressekonflikt. Även här går det dock att lokalisera invändningar, vilka jag räknar vara två till antalet.

Den *första* handlar om domstolsövervakningens roll. För att inte helt urholka jävsregelns betydelse måste nämligen en kontrollägare i någon mån premieras när denne väljer att utnyttja jävsregeln samtidigt som en extern kommitté utses. En transaktion där både jävsregeln och kommittén används skulle då rimligen aldrig kunna klandras *ex post*, medan de andra nyssnämnda scenarierna dels hade kunnat klandrats och dels hade föranlett en striktare *ex post*-bedömning. En sådan ordning kräver emellertid en mycket god doktrinell förståelse samt en effektiv och mer eller mindre ämnesspecificerad domstol som besitter tillräcklig

¹⁹² Ibid., s. 8.

¹⁹³ Jesse Fried, Ehud Kamar och Yishay Yafeh, "Empowering Minority Shareholders and Executive Compensation: Evidence from a Natural Experiment," s. 18. Tillgänglig på: <http://bschool.huji.ac.il/upload/staff/yishai/Empowering%20Minority%20Shareholders%20and%20Executive%20Compensation%20August%2017%202016.pdf>.

¹⁹⁴ Fried, Kamar och Yafeh, "Empowering Minority Shareholders," s. 16f. Att identifiera en sådan korrelerande orsak och verkan torde dock vara mycket svårt, vare sig genom läsning av teori eller genom empiriska undersökningar. Se Rock, "MOM Approval in a World of Active Shareholders," s. 8 not 35.

¹⁹⁵ Edward B. Rock upp ett exempel från Sverige och pekar på att jävsregelns obligatoriska karaktär öppnade upp för minoritetsmissbruk. Rock, "MOM Approval in a World of Active Shareholders," s. 18.

kunskap att ta ställning till en transaktions skälighet.¹⁹⁶ Saknas förmågan att tillämpa en strikt *ex post*-bedömning riskerar incitamenten att använda jävsregeln att urholkas helt.

Det ovan sagda leder till den *andra* principiella invändningen, nämligen att den föreslagna ordningen riskerar att vara alldeles för försiktig och restriktiv.¹⁹⁷ Ett av jävsregelns främsta huvudskäl var också att undvika komplicerade *ex post*-bedömningar om en transaktions objektiva rättvisa värde – att då behöva komplettera jävsregeln med just en sådan förståelse kan därför anses vara mindre ändamålsenligt.

¹⁹⁶ Goshen, "The Efficiency of Controlling Corporate Self-dealing," s. 419.

¹⁹⁷ Se ovan avsnitt 5.2.2.

6. En internationell utblick

Jävsregler på stämmonivå tillämpas i två av de viktigaste jurisdiktionerna: i den amerikanska delstaten Delaware och i Storbritannien. I dessa jurisdiktioner anses numera vid både fusioner och vid närstående transaktioner att det mest effektiva minoritetsskyddet utgörs av ett krav på minoritetens samtycke genom en jävsregel.

I båda jurisdiktionerna går det att se att man även fäster stor tillit till användandet av oberoende ledamöter. Trots detta skiljer sig ledamöternas roller åt; i Storbritannien betonas vikten av rollen som en granskare av företagsledningen, medan man i Delaware betonar vikten av rollen som en passiv stödperson åt bolagsledningen.¹⁹⁸ Den oberoende ledamoten i Delaware kan av denna anledning förväntas stå närmare en kontrollägare än en oberoende ledamot i Storbritannien gör. I Delaware förlitar man sig således på att de mest känsliga transaktionerna i slutändan kommer att prövas i domstol (d.v.s. *ex post*). Det finns därför mycket goda möjligheter att väcka talan mot beslut som fattas av antingen bolagsledningen eller bolagsstämman, och styrningsmodellen har därför kommit att benämnas som ”transaktionsbaserad”.¹⁹⁹ Styrningsmodellen i Storbritannien är istället mer ”styrningsbaserad”, med innebörden att minoritetsägarna förväntas ta tillvara på sin rätt genom ett ökat deltagande i bolaget, bl.a. med hjälp av en stark närvaro av oberoende ledamöter (d.v.s. *ex ante*). Detta förhållande har lett till ett naturligt mindre kontrollägarinflytande i de brittiska börsbolagen.²⁰⁰ En annan egenart i Delaware-jurisdiktionen är att en kontrollägare i egenskap av förtroendeman anses ha en slags lojalitetsplikt (”fiduciary duty”) gentemot andra minoritetsaktieägare, något som inte återfinns i det brittiska systemet.²⁰¹ Slutligen bör det påpekas att de två jurisdiktionerna har ett gemensamt drag i det faktum att jävsregeln har växt fram ur en tradition av spritt ägande, vilket skiljer sig från den svenska utvecklingen.

6.1 Storbritannien²⁰²

För att genomföra en *fusion* krävs ett mycket starkt stöd av aktieägarkollektivet. Förfarandet inleds av att styrelserna i både det överlåtande och det övertagande bolaget upprättar en fusionsplan som sedan ska underställas aktieägarna.²⁰³ Omröstningen om fusionen sker dock inte på en vanlig bolagsstämma, utan sker istället inom ramen för det domstolsförfarande som krävs för att genomföra fusionen. Vid denna omröstning måste fusionen få stöd av 75 procent av det representerade aktiekapitalet inom varje aktieslag, där det övertagande bolagets

¹⁹⁸ Jakobsson och Wiberg, ”Vem ska styra de svenska företagen,” s. 46. Under The New York Stock Exchange (NYSE) listingregler försvinner således kravet på oberoende styrelseledamöter om det finns en kontrollägare. Section 303A.00 NYSE Listed Company Manual. Tillgänglig på: <http://wallstreet.cch.com/LCM/>.

¹⁹⁹ Jakobsson och Wiberg, ”Vem ska styra de svenska företagen,” s. 46.

²⁰⁰ *Ibid.*, s. 46.

²⁰¹ För Delaware, se *Sinclair Oil v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971); *Getty Oil Company v. Skelly Oil Co.*, 267 A.2d 883 (Del. 1970). För Storbritannien, se *Pender v. Lushington*, 6 Ch. D. 70, 75 (M.R. 1877); *Northern Counties Sec. Ltd. v. Jackson & Steeple Ltd.*, [1974] 1 W.L.R. 1133, 1144 (Ch.).

²⁰² Här utgår jag från det regelverk som tillämpas på ”Premium Listing”-företag.

²⁰³ Här kan påminnas om att en majoritet av styrelsen ledamöter ska vara oberoende i förhållande till den största ägaren (Storbritanniens *Corporate Governance Code* § B1.1 samt B1.2.).

aktier i det överlåtande bolaget anses utgöra ett eget aktieslag.²⁰⁴ Detta fungerar således som en slags jävsregel, och innebär att en fusion endast kan genomföras om en majoritet av minoritetsägarna samtycker. Innan fusionen kan genomföras måste även domstolen godkänna fusionsplanen. Deras prövning ska ske på såväl materiella som formella grunder, men eftersom fusionsplanen redan har accepterats av aktieägarminoriteten genom jävsregeln görs i praktiken endast en prövning på formella grunder.²⁰⁵

Avseende *närståendetransaktioner* måste transaktioner med närstående parter, t.ex. kontrollägare, s.k. ”shadow directors”²⁰⁶ eller annat bolag inom samma företagsgrupp, godkännas särskilt om de överstiger ett visst tröskelvärde. Regelns omfattning är bred och träffar ett stort antal transaktioner och åtgärder. Parallellt bygger därför regleringen på att ett stort antal definierade transaktioner och åtgärder också undantas. Exempel på detta är ”små transaktioner”, transaktioner där ett närståendeskap uppstod först i ett skede efter en överenskommelse, nyemission av värdepapper i en företrädesemission, tillhandahållande av krediter eller lån på normala kommersiella villkor, o.s.v.²⁰⁷ De s.k. ”små transaktionerna” är i sammanhanget av störst intresse.

En ”liten transaktion” räknas fram genom uträkningen av mycket specifika trösklar. En ”liten transaktion” anses således föreligga om alla s.k. relationstal understiger 0,25 procent. Relationstalen räknas i sin tur fram genom tillämpningen av angivna s.k. klasstest. Klasstesten består av a) ett nettotillgångstest, b) ett vinsttest, c) ett vederlagstest och d) ett bruttokapitaltest. Uträkningarna är mycket specifikt reglerade.²⁰⁸ Om samtliga relationstal understiger 5 procent men ett eller flera tal överstiger 0,25 procent, måste 1) den brittiska motsvarigheten till Finansinspektionen meddelas om villkoren för transaktionen, 2) en på förhand godkänd oberoende part vitsorda att transaktionen är skälig,²⁰⁹ samt 3) bolaget åta sig att redovisa transaktionen i deras nästa årsredovisning. Det saknas däremot krav på att stämman ska godkänna transaktionen.²¹⁰ Avseende dessa ”små transaktioner” kan dock ett genombrott ske för de fall bolaget har en kontrollägare. En sådan kontrollägare måste nämligen åta sig att respektera det enskilda bolagets självständighet,²¹¹ där

²⁰⁴ Re Hellenic and General trust Ltd. [1975] 3 All ER 382.

²⁰⁵ Ds 2007:35, s. 51f. Domstolen ska pröva ”the procedural fairness of the class representation and voting.”, se John Armour, Bernard Black, Brian Cheffins och Richard Nolan, ”Private Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the United Kingdom and the United States,” *Journal of Empirical Legal Studies* 6, no. 4 (2009): s. 720.

²⁰⁶ På svenska ”skuggdirektör”. Definitionen fångar upp en styrelseledamot som i princip bara agerar efter instruktioner från en kontrollägare, bl.a. ledamöter som är utsedda av kontrollägaren. Davies, ”Related Party Transactions,” s. 26.

²⁰⁷ Exempelen är inte uttömmande. Se Grandinson och Grubbström, ”Aktiemarknadsnämndens närståenderegler,” s. 61.

²⁰⁸ Ibid., s. 62.

²⁰⁹ ”Fair and reasonable”.

²¹⁰ Grandinson och Grubbström, ”Aktiemarknadsnämndens närståenderegler,” s. 62.

²¹¹ Med oberoende, eller ”independence”, menas att: ”the company is not overly reliant on conducting business with the controlling shareholder or on access to the controlling shareholder for financing. The business must have strategic control over its assets, business strategy and ability to earn revenue. Independence from the controlling shareholder means that all commercial transactions and arrangements conducted with the controlling shareholder have to be at arm’s length and on normal commercial terms. The controlling shareholder must also agree to not to take any step that would

syftet med åtagandet är att kontrollägaren på frivillig väg ska begränsa sitt privatvärde av kontroll.²¹² Om kontrollägaren bryter mot detta åtagande, eller om någon av de tillförordnade oberoende styrelseledamöterna aviserar om att en sådan överträdelse har skett, så måste *varje* närståendetransaktion, oaktat storlek, underställas stämman där även kontrollägarens röster ska borträknas.²¹³

Om något av relationstalen överstiger tröskeln om 5 procent måste alltid transaktionen underställas bolagsstämman. Vid bolagsstämman får den närstående parten inte avlägga sina röster och måste även vidta alla rimliga åtgärder för att säkerställa att eventuella samarbetsparter inte röstar.²¹⁴ Listing-reglerna ställer härvid höga krav på att aktieägare ska vara välinformerade innan beslutsfattandet.²¹⁵ Stämmobeslutet kan, trots jävsregeln, klandras i efterhand, men eftersom transaktionen bygger på minoritetens samtycke finns det i regel mycket små utsikter att lyckas med en sådan talan.²¹⁶

Sammantaget förlitar sig det brittiska systemet på erforderliga editionsregler, oberoende utlåtanden men kanske framför allt på användandet av beslutsregler *ex ante*,²¹⁷ vilket också anses vara systemets främsta fördel:

[T]he strength of the regulation of self-dealing in the U.K. lies in the heightened scrutiny of transactions involving related parties before they can be approved rather than in favoring litigation by minority shareholders. This has led legal scholars to remark that “judicial assessment of the fairness of self-dealing transactions has not been a significant part of British law” [...] In fact, minority shareholders face a high burden of proof in challenging the transaction because it was approved by disinterested shareholders with both the advice of independent financial experts and full disclosure of all material information.²¹⁸

Samtidigt har man funnit att det finns goda skäl att undandra beslutet från bolagsstämman i vissa tydligt angivna fall, t.ex. ”små transaktioner”. Dessa beslut är dock alltid försedda med höga informationskrav samt andra skälighetskrav som tillsammans ska utgöra en garanti för att inte heller mindre närståendetransaktioner används för att extrahera ett för högt privatvärde av kontroll. Jävsregeln kommer emellertid att tillämpas även på dessa mindre transaktioner om det kan påvisas att de används för att oskäligt berika

circumvent the Listing Rules”. Roger Barker och Iris H.-Y. Chiu, "Protecting Minority Shareholders in Blockholder-controlled Companies: Evaluating the UK's Enhanced Listing Regime in Comparison with Investor Protection Regimes in New York and Hong Kong," *Capital Markets Law Journal* 10, no. 1 (2015): s. 11.

²¹² Ibid., s. 11f.

²¹³ Ibid., s. 12.

²¹⁴ OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017, s. 77; Paul L. Davies, Sarah Worthington Eva Micheler och Laurence Cecil Bartlett Gower, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*. 9. (London: Sweet & Maxwell, 2012), s. 580f.

²¹⁵ Davies, Worthington, Micheler och Gower, *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, s. 581.

²¹⁶ Kraakman, et al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, s. 161 not 114.

²¹⁷ Ibid., s. 167.

²¹⁸ Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes och Shleifer, "The Law and Economics of Self-dealing," s. 440.

majoritetsägaren. Tillämpningen av jävsregeln i kombination med oberoende representanter anses således ytterst vara det mest effektiva minoritetsskyddet.

6.2 Förenta staterna²¹⁹

Ett beslut om *fusion* ska fattas i det överlåtande bolaget och kräver endast enkel majoritet. Förhållandet att fusionen därav kan röstas igenom med relativ enkelhet förmildras av det faktum att det samtidigt är enkelt att klandra beslutet. En fusion kommer som utgångspunkt att prövas utifrån den rigorösa ”entire fairness standard”, vilket utgör en helomfattande bedömning om fusionens skälighet där bevisbördan dessutom åvilar kontrollägaren.²²⁰ Bedömningsstandarden kommer dock ge vika för den mindre strikta ”business judgement rule” under en särskild omständighet, nämligen om beslutet har behandlats av en extern kommitté (s.k. ”Special Committee”) och om minoriteten har samtyckt till beslutet genom en jävsregel.²²¹

Avseende den externa kommitténs oberoende uppställs strikta krav, bl.a. gällande rätten att själv utse sina medlemmar samt rätten att förkasta fusionen. Därutöver lyder kommittén under en slags lojalitetsplikt (s.k. ”duty of care”) gentemot den minoritetsgrupp som de ska representera.²²² Avseende omröstningen på bolagsstämman måste dels minoriteten anses ha varit väl informerade om fusionen, och dels får inte minoriteten anses ha utsatts för något tvång.²²³ Fusionen kommer endast att bedömas under den mindre strikta ”business judgement rule” om man kan konstatera att kommitténs och omröstningens integritet har upprätthållits på detta sätt. Genom sin praxis har domstolen i Delaware således gett kontrollägare starka incitament för att såväl inhämta ett oberoende utlåtande som att tillämpa jävsregeln på bolagsstämman.

Domstolens skäl till denna utveckling var följande. För *det första* ansågs det inte nödvändigt att uppställa en så pass rigorös bedömningsstandard som ”entire fairness” om kontrollägaren ändå överlämnade beslutsfattandet till aktieägarminoriteten (som i sin tur var uppbackade av en extern kommitté).²²⁴ För *det andra* ansågs det som ändamålsenligt att ”belöna” kontrollägare som utnyttjade tvåstegsförfarandet med förmånen att testas under den mindre strikta ”business judgement rule”. För *det tredje* ansågs en bedömning enligt ”business judgement”-standarden vara i linje med Delawares tradition av att betona vikten

²¹⁹ Här kommer behandlas den bolagsrättsliga regleringen i delstaten Delaware. Urvalet följer av att det är de mest använda rättsordningarna för komparativ analys i doktrinen.

²²⁰ En kontrollerande ägare kan vara så *de jure* eller *de facto*. Gränsen för *de jure* går vid 50 procent medan *de facto*-gränsen – av naturliga skäl – är mer svårbestämd. Jonathan Rosenberg och Alexandra Lewis-Reisen, ”Controlling-Shareholder Related-Party Transactions Under Delaware Law,” (Augusti 2017): s. 1. Tillgänglig på: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/08/30/controlling-shareholder-related-party-transactions-under-delaware-law/>.

²²¹ Kahn v. MFW, 88 A.3d 635 (Del. 2014).

²²² Kahn v. MFW, 88 A.3d 635 (Del. 2014). En ”Special Committee” är således något annat än ett utlåtande av oberoende ledamöter som kan förväntas vara nära kontrollägaren.

²²³ Kahn v. MFW, 88 A.3d 635 (Del. 2014).

²²⁴ “[W]here the controller irrevocably and publicly disables itself from using its control to dictate the outcome of the negotiations and the shareholder vote, the controlled merger then acquires the shareholder-protective characteristics of third-party, arm’s-length merger[.]”. Kahn v. M & F Worldwide Corp., 88 A.3d 635 (Del. 2014).

av att marknadsens parter på egen hand tar självständiga och välinformerade företagsbeslut. För det fjärde ansågs den rigorösa "entire fairness"-bedömningen och tvåstegsförfarandet under alla omständigheter ändå ha samma ändamål, nämligen att säkerställa ett skäligt pris (s.k. "fair price") till minoritetsägarna.²²⁵

Avseende *närståendetransaktioner* saknas en motsvarande garanti för att samma tvåstegsförfarande leder till en tillämpning av "business judgement"-standarden. Dessa transaktioner bedöms istället enligt den mer strikta "entire fairness review". Eftersom ett oberoende utlåtande ger en avsevärt mer förmånlig prövning för en kontrollägare, har dock domstolen genom sin praxis gett incitament att inhämta ett sådant utlåtande. Detta kräver dock att utlåtandets självständighet har upprätthållits i tillräcklig stor utsträckning.²²⁶ På senare tid har det emellertid påpekats att det vore en rimlig utveckling om närståendetransaktioner istället följde den praxis som finns avseende fusioner, d.v.s. att transaktionen ska bedömas enligt "business judgement"-standarden om tvåstegsförfarandet har tillämpats:

During the 1990s and 2000s, Delaware courts expanded the Kahn v. Lynch entire-fairness test from merger cases to other controlling-shareholder transactions, with Chancellor Allen stating that there is "no plausible rationale for a distinction between mergers and other corporate transactions." Since then, the Lynch entire-fairness standard has been applied to controlling-shareholders' management-services agreements, loans, non-competition payments, and third-party "brokering" payments. It stands to reason, therefore, that Delaware courts would be receptive to extending the MFW recipe for *avoiding* entire-fairness review to non-merger control-shareholder transactions.²²⁷

En förklaring till varför man ännu inte sett en sådan utveckling är att ett företag i så stor utsträckning som möjligt kommer att undandra närståendetransaktioner från bolagsstämman, med anledning av de kostnader, den fördröjning samt den osäkerhet som ett tvåstegsförfarande innebär.²²⁸

²²⁵ Kahn v. MFW, 88 A.3d 635 (Del. 2014).

²²⁶ Rosenberg och Lewis-Reisen, "Controlling-Shareholder Related-Party Transactions," s. 1f.

²²⁷ Ibid., s. 10, med hänvisningar. Författarnas kursivering.

²²⁸ Ibid., s. 10 med hänvisningar.

DEL V – Synpunkter och slutsatser

7. Är jävsreglerna ändamålsenliga?

För att besvara frågan huruvida jävsregeln utgör ett ändamålsenligt minoritetsskydd måste man oundvikligen återgå till den svenska kontexten. Teoretiska ansatser och jämförelser med utländska rättsordningar räcker inte hela vägen, utan man måste även beakta den svenska rättsordningens särdrag. Här är det nödvändigt att bl.a. ta hänsyn till aspekter såsom den svenska styrningsmodellen, vad man kan förvänta sig av en svensk domstol samt den svenska marknadens parter. Avseende dessa tre aspekter kan man göra följande generella påpekanden vid den här tidpunkten i analysen: 1) Jävsregeln spetsar in sig mot kontrollerande ägare, något som riskerar att hamna i konflikt med den svenska styrningsmodellen. 2) Det finns inom den svenska aktiebolagsrätten en låg tillit till generalklausulen och dylika bestämmelser som tar sikte *ex post*, vilket bl.a. framgår när man betraktar jävsregelns framväxt vid fusioner/delningar samt närståendetransaktioner.²²⁹ Domstolens förutsättning att upprätthålla procedurbestämmelser, såsom formella beslutsregler, är däremot större. 3) Det institutionella ägandet har fortsatt att öka i de svenska börsbolagen.²³⁰ Dessa tre påpekanden är generella och är av allmän relevans för frågan om jävsregelns ändamålsenlighet. Jag kommer nedan att besvara uppsatsens frågeställningar genom att diskutera jävsreglerna var för sig.

7.1 Vid ansvarsfrågor

Min uppfattning är att det inte går att tala om jävsregeln vid ansvarsfrågor på samma sätt som man talar om jävsreglerna vid fusion/delning av bolag samt närståendetransaktioner. Anledningen till detta är att en tillämpning av jävsreglerna vid de sistnämnda händelserna innebär en renodlad *ex ante*-procedur, något som resulterar i en konkret möjlighet för minoriteten att styra bolagets inriktning framöver. Vad avser jäv vid ansvarsfrågor utgör jävsregeln endast inledningen på ett längre förfarande, där frågan ändå ska tas igenom en objektiv domstolsprövning utifrån klart definierade bedömningskriterier som framgår av lag eller avtal. Jävsregeln befattar sig således här endast med klart avgränsade fall, där det definierade momentet under alla omständigheter ligger *ex post*.

Frågan om jävsregeln vid ansvarsfrågor är ändamålsenlig avgörs därför endast med hänsyn till om jävsregeln säkerställer ett *faktiskt* oberoende från den jävige aktieägaren. Jävsregeln är med andra ord ändamålsenlig så länge den faktiskt förhindrar en jävig aktieägare från att döma i egen sak och på så sätt undslippa en objektiv domstolsbedömning. Lagstiftaren har också uppehållit sig främst vid denna fråga, t.ex. genom att fokusera på frågan hur en aktieägare kan påverka en omröstning genom ombud.²³¹ Jag anser också att en svensk domstol borde ha

²²⁹ Se ovan 3.2.2 samt 3.3.2.

²³⁰ Çelik och Isaksson, "Institutional Investors and Ownership Engagement," s. 100ff; Jakobsson och Wiberg, "Vem ska styra de svenska företagen," s. 49; Ds 2018:15, s. 416f.

²³¹ Se ovan avsnitt 3.1.2.3.

mycket goda möjligheter för att både säkerställa att ansvarsbeslutet fattas oberoende av den jävige aktieägaren, och för att tillämpa den juridifierade bedömningsstandarden.²³² Transaktionskostnaderna för en sådan domstolshantering är i regel också låga, vilket ytterligare talar för jävsregelns ändamålsenlighet:

The court should have no difficulty in reviewing the procedures followed as well as the information that was provided to the voters. By the same token, while it is difficult to determine whether a given voter is indeed interested, it nevertheless will not entail high costs, since *the courts are accustomed to contending with issues of deceit.*²³³

Sammantaget finner jag därför att jävsregeln vid ansvarsfrågor är att betrakta som ändamålsenlig.

7.2 Vid fusion och delning av bolag

Trots likheterna med jävsregeln vid ansvarsfrågor skiljer den sig med jävsregeln vid fusion/delning av bolag på ett fundamentalt plan, nämligen att jävsregeln här föranleder en renodlad *ex ante*-procedur. Detta innebär att jävsregelns ändamålsenlighet inte endast kommer att avgöras av frågan om oberoendet faktiskt kan säkerställas, utan också av frågan hur aktiebolagets parter kan förväntas använda sig av jävsregeln. Här har jag dels påpekat att en jävsregel föranleder att en transaktion kommer att prissättas utifrån minoritetens subjektiva värdering, och dels att en jävsregel leder till en mycket stark förhandlingsposition vilken kan användas för att tillskansa sig en större del av transaktionens överskott. Effekten av denna funktion synliggjordes vid kringgåendet av inlösenreglerna: från att minoriteten hade varit försvarslösa upp till gränsen om 90 procent, fick de nu en befogenhet att förhindra och/eller påverka vad de ansåg vara en expropriation. I hanteringen av denna givna situation var således jävsregeln en elegant och ändamålsenlig lösning på ett konkret problem.

För att besvara frågan huruvida jävsregeln utgör en ändamålsenlig minoritetsskyddsregel måste dock blicken riktas framåt. Som ovan diskuterat kommer ändamålsenligheten till stor del att avgöras av hur marknadens parter använder den. Här har jag konstaterat att minoritetsägare i regel är sämre på att ta underbyggda beslut då de ofta endast har ekonomiska incitament att ägna sig åt free-riding på kontrollägaren. Vidare kan man inte förvänta sig att den stora majoriteten institutionella ägare kommer att leda till en lösning på detta problem.²³⁴ Ett minoritetsskydd som förlitar sig på ett ökat engagemang kan således utgöra en mindre ändamålsenlig lösning. Övervakningsnyttan riskerar att bli låg samtidigt som det finns en växelvis risk att effektiva fusioner förhindras medan ineffektiva tillåts.

²³² Bedömningsstandarden kan t.ex. vara ersättningsrätt, vilken domstolen torde vara väsentligen mer van vid att bedöma än exempelvis bedömningen av ett komplicerat affärsmässigt upplägg.

²³³ Goshen, "The Efficiency of Controlling Corporate Self-dealing," s. 419. Min kursivering.

²³⁴ Trots förekomsten av röstningsrådgivare. Se ovan avsnitt 5.2.1.

Fastän den stora majoriteten minoritetsägare förhåller sig passiva måste även risken för minoritetsmissbruk vägas in. Främst utgör s.k. aktivister ett potentiellt hot, som genom diverse upplägg separerar rösträtten från den ekonomiska risken i bolaget. I teorin kan detta mycket väl vara det som krävs för en ändamålsenlig användning av jävsregeln – då det förflyttar passiva röster till en mer aktiv ägare – men i kombination med andra minoritetsskyddsregler (såsom inlösenreglerna samt rätten att utse minoritetsrevisor) kan aktivister åsamka betydlig skada för såväl en kontrollägare som bolaget i stort. Den senare missbrukspotentialen gör således att jävsregelns ändamålsenlighet kan ifrågasättas. Samtidigt kan en alltför restriktiv inställning till aktivister vara både alltför försiktig och till och med kontraproduktiv – att marknadens parter ges möjlighet att bevaka sina intressen på egen hand, varpå en prövning av ett objektivet värde blir redundant, är nämligen ett av huvudskälen till varför en jävsregel överhuvudtaget används.

Den nuvarande regleringen tar ingen större hänsyn till den risk som målas upp ovan, och förhållandet kommenterats endast kortfattat i Ds 2007:35 ("ägarspekulerande som driver upp minoritetsaktiernas värde måste [inte] betraktas som något negativt i en marknadsekonomi").²³⁵ Enligt min åsikt avgörs emellertid ändamålsenligheten i mångt och mycket av vilken inställning man intar mot dessa aktivister.

En mer restriktiv hållning hade kunnat ta inspiration från fusionsförfarandet i Delaware. Här är jävsregeln istället frivillig varpå kontrollägaren under alla omständigheter kan forcera vad denne anser vara en effektiv fusion. Om en kontrollägare uppfattar sig vara utpressad av en kortsiktig och egensinnig aktivist kan således denne forcera fusionen och förlita sig på att en domstol kommer att upprätthålla den *ex post*. En sådan ordning kräver dock att en domstol är kapabel till att utföra en sådan materiell bedömning om fusionens skälighet, och frågan är hur väl en svensk domstol är utrustad för att göra en sådan bedömning.²³⁶ En studie har också visat att en rak import av bolagsrättsliga regler kan överbelasta mindre erfarna domare.²³⁷

En annan lösning vore att ge AMN möjlighet att meddela dispens från användandet av jävsregeln inom ramen för god sed på aktiemarknaden. AMN är det närmsta man kommer till en specialdomstol för aktiebolags- och börsrätten och kan ge såväl förhandsbesked som besked i efterhand. I deras bedömning utgår de från befintlig lagstiftning och förarbeten, men kan också gå utanför vad som där anförts för att bidra med ytterligare en skyddsnivå. De besitter således expertkunskap och har i allmänhet mycket korta handläggningstider.²³⁸ AMN skulle med andra ord haft goda förutsättningar för att både pröva och meddela dispens från jävsregeln. God sed på aktiemarknaden hade härigenom kunnat

²³⁵ Ds 2007:35, s. 84.

²³⁶ Min inställning går att hänföra till det generella påpekandet som har genomstrukat hela uppsatsen – nämligen att det saknas en tradition av (och således erfarenhet av) att tolka *ex post*-standarder såsom generalklausulen.

²³⁷ Amir N. Licht, "Be Careful What You Wish for: How Progress Engendered Regression in Related Party Transaction Regulation in Israel," *European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 382/2018* (January 2018). Tillgänglig på: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3104062>.

²³⁸ Rolf Skog och Annica Sandberg, "Aktiemarknadsnämnden – en del av självregleringen på den svenska aktiemarknaden," *Nordisk Tidsskrift för Selskabsret* nr. 4 (2011): s. 2.

utgöra en försvarslinje mot opportunistiska aktivister, och kan exempelvis utvecklas i riktningen att s.k. ”empty voting” förhindras, eller att placerare som blankat sitt innehav under vissa omständigheter anses vara ”jäviga”.²³⁹ Lösningen liknar den som har föreslagits av juridikprofessor Wolf-Georg Ringe,²⁴⁰ som menar att en myndighet i likhet med Finansinspektionen på en *ad hoc*-basis borde kunna uppställa röstbegränsningar för aktivister:

[They] would be able to decide individually on each case taking into account a series of factors, such as ‘the actual scope and extent of the risk-decoupling situation... the timing of the situation... [and] the potential harm of the risk-decoupled situation’. Such a proposal would be welcome in short-selling activities, as it would allow the regulator to decipher, insofar as this is possible, the distinctive features of each and every case and eventually impose voting restrictions in the presence of abusive or overly aggressive strategies.²⁴¹

Så ser emellertid inte gällande rätt ut idag, och svenska börsbolag måste därför anses vara exponerade för en viss risk att jävsreglerna kan missbrukas. I en nyligen publicerad artikel tar också Edward B. Rock upp ett exempel från Sverige där han påpekar att jävsregelns obligatoriska karaktär skapade förutsättningar för en aktivist att utpressa majoritetsägaren.²⁴² Hans slutsats är därför att ordningen i Delaware, som bygger på en frivillig användning av jävsregeln, i denna bemärkelse är överlägsen den svenska.²⁴³

Enligt min åsikt finns det tillräckligt med skäl för att ifrågasätta lämpligheten i att det inte går att lämna dispens från användandet av jävsregeln, och en sådan dispens borde istället kunna lämnas av antingen AMN eller Finansinspektionen. Det ska dock understrykas att en sådan dispens endast borde lämnas i tydligt avgränsade fall, där gränsen för vad som är otillåtet borde ställas högt. Om gränsen sätts för lågt riskerar man nämligen att i för hög utsträckning bortse från att aktivister kan utgöra ett positivt inslag ur en bolagsstyrningssynpunkt. En sådan inställning är också lättare att försvara mot bakgrund av det gällande forskningsläget.²⁴⁴ Parallellt borde man också genomföra fler empiriska undersökningar samt utöka transparensen kring aktivisters olika aktiviteter och ägarroller.²⁴⁵

²³⁹ Sådan bedömning görs i någon mån i Storbritannien, se exv. *Re Dee Valley Group plc* [2017] EWHC 184 (Ch). Se även Georgina Tsagas, “Use and Abuse of Power in Changes of Corporate Control: Transfer Schemes and Shareholders’ Voting Practices in Uncharted Waters,” *The Bristol Law Research Paper Series* ISSN 2515-897X, Paper #007 (2018). Tillgänglig på: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3152468>.

²⁴⁰ Wolf-Georg Ringe är verksam vid Hamburgs universitet och är chef över deras rättsekonomiska institut. Han har även varit verksam vid Oxfords universitet samt vid Köpenhamns handelshögskola (Copenhagen Business School).

²⁴¹ Sergakis, “The Duties of a Short Seller,” s. 172, med hänvisning till Wolf-Georg Ringe.

²⁴² Rock, “MOM Approval in a World of Active Shareholders,” s. 18.

²⁴³ *Ibid.*

²⁴⁴ Therese Strand har t.ex. sammanfattat att det rådande forskningsläget ger vid handen att det bästa värdet ur bolagsstyrningssynpunkt ”åstadkoms av långsiktiga kontrollägare och kortsiktiga hedge funds”. Se Strand, “Nytt EU-Direktiv ska lösa oklara problem,” s. 41.

²⁴⁵ Se noterna 170-172 ovan.

Vidare bör det konstateras att det finns en möjlig synergi i att kombinera jävsregeln med utseendet av en extern kommitté, då även en sådan kan utgöra en motvikt mot alltför opportunistiska aktivister.²⁴⁶ Förhållandet att fusions- och delningsplanen ska granskas av revisorer för att säkerställa att åtgärden har värderats på ett sakligt och korrekt sätt är idag det närmsta man kommer en sådan extern och oberoende funktion.²⁴⁷

Jag finner dock åtminstone tre invändningar till varför denna revisorsgranskning knappast kan motsvara en kommittés arbete. *För det första* utses sådan(a) revisor(er) av styrelsen, och det finns heller inget hinder mot att bolagets egen revisor används. Trots att denne lyder under god redovisningssed samt ABL:s revisorsjävsregler finns således anledning att anta att denne är sämre lämpad att representera minoritetsägarna. *För det andra* går revisornas uppdrag ut på att lämna en objektiv värdering av fusionen/delningen; eftersom jävsregeln utgår från en subjektiv värdering uppstår således en konflikt i värderingsstandard. *För det tredje* måste en revisor även ta hänsyn till huruvida åtgärden innebär fara för att borgenärer inte får sina fordringar betalda, varför deras bedömning inte är renodlat aktieägarinriktad. Sammantaget torde därför en extern kommitté vara att föredra. En sådan hade haft en tydligare uppgift att representera minoritetsägarna – samt ytterst haft en lojalitet endast mot dessa – vilket är viktigt med hänsyn till marknads tilltro till deras arbete. Den efterföljande tillämpningen av jävsregeln utgör sedan en slags kontroll över hur väl kommittén har företrätt minoritetsintresset. Fastän det har framförts kritik kring huruvida omröstningen faktiskt har en sådan funktion,²⁴⁸ torde en extern kommitté ändå vara att föredra över att minoritetsägarna agerar var för sig. Eftersom fusion/delning innebär att bolaget upphör att existera torde det inte finnas några skäl att uppställa en tröskel för när en sådan kommitté behöver utses.

Slutligen påverkas jävsregelns ändamålsenlighet av huruvida den säkerställer ett faktiskt oberoende från den jävige aktieägaren. Avseende denna fråga hänvisar jag emellertid till vad som sades under avsnitt 7.1.

7.3 Vid närståendetransaktioner

Till skillnad från fusioner och delningar är närståendetransaktioner en väldigt bred kategori, och innehåller transaktioner och åtgärder vars typ inte låter sig bestämmas på förhand. Det har därför ansetts vara svårt att hantera närståendetransaktioner som ett enhetligt område, något som återspeglas i det faktum att det fram tills nu har saknats ett helhetsgrepp kring fenomenet inom den svenska bolagsrätten. En väsentlig del av prövningen om jävsregelns ändamålsenlighet måste således vara om den faktiskt omfattar situationer där intressekonflikter görs gällande med sådan kraft att det finns en fara för att ineffektiva transaktioner eller åtgärder genomförs. Eftersom jävsregeln vid närståendetransaktioner innebär ett renodlat *ex ante*-förfarande måste man vidare i en ändamålsprövning beakta hur en minoritetsägare kan förväntas använda jävsregeln. På ett större plan är också ändamålsenligheten förenat med frågan

²⁴⁶ Enriques, "Related Party Transactions," s. 20f.

²⁴⁷ Eftersom marknads parter bedömdes ha så pass låg tilltro till externa värderingsutlåtanden uppställdes inget krav på att ett sådant utlåtande behövde inhämtas, se noterna 94-95 ovan.

²⁴⁸ Se bl.a. Rocks kritik, noterna 191-192 ovan.

huruvida jävsregeln avskräcker en kontrollägare från att föreslå *effektiva* transaktioner, något som är kopplat till regelns förutsägbarhet. Slutligen påverkas jävsregelns ändamålsenlighet av huruvida den säkerställer ett faktiskt oberoende från den jävige aktieägaren – avseende denna fråga hänvisas dock återigen till vad som sades under avsnitt 7.1.

Med hänsyn till att minoriteten själv ska bidra till att motverka ineffektiva transaktioner kan man ifrågasätta lämpligheten av att de nya reglerna uppställer lägre informationskrav än de som tidigare gällde enligt AMN:s praxis. Mot bakgrund av att en minoritet i allmänhet är sämre på att ta underbyggda beslut (eftersom de har större incitament att ägna sig åt free-riding), kan man med andra ord fråga sig om det inte borde funnits skäl att uppställa *hårdare* krav, t.ex. avseende kvaliteten av det s.k. ”fairness opinion”. Istället för sådana överväganden talar man i Ds 2018:15 snarare om att det vore ”omotiverat att höja administrationsbördan för berörda företag”. Det går således att påpeka att förslaget innebär en större frihet för styrelsen att forma och avgöra när en transaktion ska stämмоanhängiggöras, något som kan leda till att fler transaktioner föreslås och genomförs,²⁴⁹ vilket i sin tur kan leda till fler effektiva transaktioner.²⁵⁰ Eftersom minoriteten trots allt har godkänt transaktionen, torde risken också vara obetydlig att en sådan transaktion upphävs i efterhand. Övervägandet kan av dessa skäl anses ligga väl i linje med den svenska styrningsmodellen. Därutöver kan hårdare informationskrav – och således högre administrativa kostnader – under alla omständigheter vara verkningslösa. Det finns nämligen en risk att minoritetsägare, främst institutionella ägare, helt enkelt avstår från att rösta om närstående transaktioner, vilket kan göra det praktiskt omöjligt att överhuvudtaget genomföra dessa, och detta oavsett om de är effektiva för bolaget eller inte.²⁵¹ För de fall en minoritet inte avstår från att rösta kan förhållandet att de hyser låg tilltro till styrelsens värderingsutlåtande innebära att de röstar emot förslaget, oavsett hur ingående värderingsutlåtandet än är.²⁵² Att bara uppställa hårdare informationskrav hade således riskerat att vara både verkningslöst och dyrt för företaget i fråga, och i slutändan ändå inte påverkat det grundläggande incitament som gör det mindre lämpligt för minoriteten att ta ställning till dessa transaktioner.²⁵³ I denna del anser jag därför att Ds 2018:15 gjort ett ändamålsenligt övervägande.

För att besvara frågan om en jävsregel vid närstående transaktioner utgör en ändamålsenlig minoritetsskyddsregel måste man emellertid också ta hänsyn till det grundläggande free-riding-problemet. Ett sätt att överkomma den negativa effekten av detta problem är utseendet av externa oberoende representanter. Sådana representanter har betydligt bättre möjligheter att ta ställning till närstående transaktionen, och kan därefter lämna förslag på hur minoriteten borde rösta på bolagsstämman. Tanken är sedan att omröstningen blir en kontroll över hur väl representanterna har företrätt minoriteten, d.v.s. en bedömning av huruvida representanterna har förhållit sig oberoende. Om syftet

²⁴⁹ Se noterna 193-194 ovan.

²⁵⁰ Goshen, "The Efficiency of Controlling Corporate Self-dealing," s. 414.

²⁵¹ Grandinson och Grubbström, "Aktiemarknadsnämndens närståenderegler," s. 64f.

²⁵² Även om man beaktar röstningsrådgivare, se Tröger, "Corporate Groups," s. 33f.

²⁵³ Enriques, "Related Party Transactions," s. 29.

är att aktivera minoriteten har ett sådant tvåstegsförfarande i flera fall ansetts vara den mest ändamålsenliga kombinationen.²⁵⁴

Utseendet av representanter föranleder emellertid både beslutskostnader och efterföljande förhandlingskostnader. Dessutom innebär det en kostsam beslutsfördröjning. Eftersom jävsregeln tillämpas först när representanterna har presenterat sitt förslag har det också framförts att jävsregeln inte kan ha en omedelbar övervakningsfunktion avseende hur väl representanterna har företrätt minoritetsintresset.²⁵⁵ Huvudfrågorna för en lösning med ett tvåstegsförfarande blir därför 1) hur de ökade transaktionskostnaderna samt beslutsfördröjningen kan reserveras till de fall där det är motiverat, samt 2) hur representanternas oberoende kan säkerställas mot bakgrund av att jävsregeln saknar en omedelbar övervakningsfunktion.

I den internationella doktrinen har man bl.a. föreslagit något som kan liknas vid en s.k. "two-tier board", bestående av minoritetsrepresentanter, som ska ge förslag på hur minoriteten ska rösta.²⁵⁶ En sådan styrelse vore väl införstådd med bolagets verksamhet, och därmed även väl förberedd att snabbt bedöma en transaktion *ad hoc*. Förslaget innebär att styrelsen utses av minoritetsägarna, vilka också vore de enda som kan avsätta den. På så sätt säkerställs styrelsens oberoende från kontrollägaren. Genom att utse styrelsen för endast en kortare tidsperiod, t.ex. två år, fungerar också omvalsförfarandet som en kontroll över hur väl styrelsen har företrätt minoritetsintresset. Även om ett sådant omval involverar beslutskostnader kan man förvänta sig att det bara medför smärre sådana, då beslutet är relativt lätt att ta ställning till på grund av dess okomplicerade karaktär. Därutöver kan förekomsten av namnkunniga minoritetsrepresentanter förenkla bedömningen.²⁵⁷ Styrelsens oberoende hade vidare kunnat förstärkas med en detaljerad reglering, med krav på att representanterna t.ex. inte utsätts för något tvång samt fått tillgång till all tillgänglig information. Trots att den föreslagna lösningen riskerar att vara alltför artfrämmande i den svenska kontexten,²⁵⁸ påvisar den att det finns alternativ om man på allvar vill göra det mesta av ett *ex ante*-förfarande.

Ett annat alternativ vore att ge kontrollägaren en större möjlighet att själv avgöra när jävsregeln behöver tillämpas, och/eller om externa oberoende representanter behöver utses.²⁵⁹ En sådan lösning tar hänsyn till att ett tvåstegsförfarande föranleder en beslutsfördröjning och förhöjda beslutskostnader, och hade således reserverat dessa till de fall där det fanns en

²⁵⁴ Ibid., s. 20. Se även avsnitt 6 ovan.

²⁵⁵ Se avsnitt 5.4.1 med hänvisningar.

²⁵⁶ Hallemeesch, "Self-Dealing by Controlling Shareholders," s. 235.

²⁵⁷ Ibid., s. 233f. med hänvisningar.

²⁵⁸ Även inom bolagsrätten måste man – som med all annan juridisk reglering – ta hänsyn till värdet av systemkoherens. Det går därför att tala om en viss s.k. *path-dependency* inom bolagsrätten, som förhindrar alltför ingripande omvälvningar *de lege ferenda*. Se Lucian Bebchuk och Mark Roe, "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance." *Stanford Law Review* 52, no. 1 (1999): 127-170.

²⁵⁹ Detta argument framfördes också i AMN 2013:40. Styrelsen menade att en transaktion var ekonomiskt fördelaktig och att den därför inte behövde underställas stämman. AMN framhöll dock att frågan huruvida transaktionen var ekonomiskt fördelaktig inte skulle tillmätas någon betydelse: "Fördelarna med en tänkt transaktion är i stället en fråga som aktiemarknadsbolagets aktieägare ska få ta ställning till." AMN 2013:40, s. 12.

faktisk intressekonflikt. En sådan lösning hade kunnat ta inspiration från den brittiska ordningen, och därmed kunnat utnyttja två olika tröskelvärden. Vid det *lägre* tröskelvärdet hade det varit tillåtet att forcera en transaktion, trots att jävsregeln eller minoritetsrepresentanter inte använts.²⁶⁰ En sådan forcering får dock endast ske under förutsättning att 1) ett oberoende utlåtande om transaktionens skälighet presenteras (likt det som föreslås i Ds 2018:15), samt att 2) transaktionen upptas i årsredovisningen. Vid det *högre* tröskelvärdet kan istället transaktionen aldrig forceras, och det krävs istället både att jävsregeln tillämpas och att minoritetsrepresentanter utses. Därutöver kan man tänka sig att det alltid ska vara möjligt för kontrollägaren, oaktat transaktionens värde, att tillämpa tvåstegsförfarandet. En sådan lösning hade med andra ord reserverat beslutsfördröjningen samt de högre beslutskostnaderna åt de fall där det förhöjda minoritetsskyddet faktiskt gör någon nytta.

En stor svårighet med en sådan lösning är att den kräver en minst lika flexibel *ex post*-standard, och det kan ifrågasättas om generalklausulen är tillräckligt effektiv.²⁶¹ I Storbritannien används den lite originella lösningen att en kontrollägare måste åta sig att inte missbruka sin ställning, men ett sådant åtagande är bara lika tillförlitligt som dess upprätthållande.²⁶² För de fall kontrollägaren åläggs att flagga för känsliga transaktioner måste man också beakta att det inte alltid går att lita på ett sådant avgörande.²⁶³ Slutligen går det inte att bortse från den kringgåenderisk som oundvikligen uppstår när man ställer upp olika tröskelvärden och där endast det högre föranleder ett tvåstegsförfarande.²⁶⁴

Samtidigt utgör inhämtandet av ett oberoende utlåtande, med tillhörande publicitet, att transaktionens villkor under alla omständigheter bereds kännedom. I förlängningen kan detta i sig utgöra ett effektivt *indirekt*

²⁶⁰ Jfr Black och Kraakman, "A Self-enforcing Model of Corporate Law," s. 1959.

²⁶¹ Det är bl.a. med hänsyn till säkerställandet av en effektiv *ex post*-standard som Gilson föreslår en specialdomstol med inriktning på bolagsrätt inom EU: "Alan Schwartz and I [...] have recommended that the European Union facilitate controlling shareholders' credible commitment to limit private benefits by creating an EU-level specialized company law court that could efficiently review related party transactions in the face of complexity. The intuition is that an EU-level company law court can take advantage of the scale economies associated with a court's developing commercial experience and expertise in just the settings where the payoff is likely to be the greatest." Gilson, "A Model Company Act and a Model Company Court," s. 10, 12.

²⁶² "Put simply, the standard cannot be more effective than the courts that enforce it and the underlying procedural rules through which enforcement takes place.", Gilson, "A Model Company Act and a Model Company Court," s. 9. Se även Barker och Chiu H-Y, "Protecting Minority Shareholders in Blockholder-controlled Companies," s. 111-114 för en kritisk kommentar.

Även i Frankrike tillämpas en något originell lösning vid närståendetransaktioner. Här används en jävsregel samtidigt som den *inte* påverkar en transaktions giltighet. Istället "flaggas" transaktionen där kontrollägaren kan hållas ansvarig *ex post* för eventuell skada som åsamkas bolaget med anledning av transaktionen. Sålunda utgör jävsregeln (som vid ansvarsfrågor) endast inledandet av ett förfarande som ändå ska gå igenom en objektiv domstolsprövning. En sådan ordning torde dock vara mindre ändamålsenlig eftersom det leder till en konflikt mellan olika värderingsprinciper: en *subjektiv* värdering vid jävsregeln, och en *objektiv* värdering vid skälighetsbedömningen i domstolen. I Delaware löses denna konflikt genom att tillämpa den mindre strikta *business judgement rule*, vilket i princip innebär att företagets egna (subjektiva) uppfattning har företräde. Ett motsvarande skifte i bedömningsstandard märks dock inte av i Frankrike. Hallemesch, "Self-Dealing by Controlling Shareholders," s. 222, 227.

²⁶³ Se not 188 ovan.

²⁶⁴ Enriques, "Related Party Transactions," s. 28.

styrningsinstrument, där “sunshine is the best disinfectant”.²⁶⁵ En sådan ordning tar hänsyn till att man *inte* kan förvänta sig att en aktieägarminoritet har en renande funktion *utan* externa representanter, men tar samtidigt hänsyn till att ineffektiva närståendetransaktioner – genom att komma till allmänhetens kännedom – kan stimulera utomstående ägare som har för avsikt att stoppa desamma.²⁶⁶ Att förlita sig på utomstående ägare kan dock vara mindre ändamålsenligt i den svenska kontexten, eftersom det saknas en större marknad för företagskontroll.²⁶⁷ Utan en jävsregel som stärker minoritetsägarnas förhandlingsposition blir det också ännu svårare att komma in och påverka dessa transaktioner.

Sammanfattningsvis anser jag att ändamålsenligheten av jävsregeln vid närståendetransaktioner i dess nuvarande utformning kan ifrågasättas. Detta kan leda till en brist på förutsägbarhet där en transaktion, oavsett dess effektivitet, riskerar att motverkas av en illa insatt minoritet.²⁶⁸

²⁶⁵ Det ska heller inte uteslutas att pressen – genom att offentligt kritisera bolag – kan hjälpa till med en renande effekt, Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes och Shleifer, "The Law and Economics of Self-dealing," s. 436.

²⁶⁶ "We do not wish to suggest that ex ante disclosure and shareholder voting are effective controls because of the sophistication of small shareholders. These practices might instead work because, when problematic deals are publicly disclosed, they are criticized in the press [...] or stimulate the activism of large outside shareholders [...] Such mechanisms are less likely to come into play when self-dealing transactions are only disclosed to and approved by the board." Ibid.

²⁶⁷ Jakobsson och Wiberg, "Vem ska styra de svenska företagen," s. 41.

²⁶⁸ Med motsvarande risk för att ineffektiva transaktioner godkänns.

8. Slutsats

Det finns en generell motsättning i att importera regler som har utvecklats i den anglo-amerikanska rätten till den svenska bolagsrätten. Skillnaden mellan den svenska och den brittiska ordningen är som mest påtaglig när man ser till det faktum att det är mycket ovanligt med kontrollerande ägare i Storbritannien. Om man istället jämför med ordningen i Delaware, är det tydligt att det amerikanska systemet är långt mer transaktionsbaserat än det svenska. Till skillnad från dessa jurisdiktioner saknar dessutom den svenska bolagsrätten effektiva regler – både *ex ante* och *ex post* – som kan uppfylla en kompletterande funktion i rörelsen mot ett ökat minoritetsstyre. Det saknas t.ex. såväl en effektiv generalklausul som krav på oberoende representanter, något som tillsammans hade kunnat få ut det mesta av ett *ex ante*-förfarande. Att endast försvåra för kontrollägare att erhålla ett privatvärde av kontroll riskerar således att skapa ett vakuum som i slutändan kan vara skadligt för bolaget, något som med andra ord är till nackdel även för minoritetsägarna.

Trots detta går det att se en allmän trend mot en utökad användning av jävsregler som minoritetsskydd. För att en sådan ökad regelimport ska bli så ändamålsenlig som möjlig krävs en ökad förståelse för hur jävsregeln fungerar. Min förhoppning är att detta arbete kan bidra med en sådan ökad förståelse. Utöver detta har jag gett ett par konkreta förslag som jag anser hade kunnat öka jävsregelns ändamålsenlighet i den svenska bolagsrätten. Det torde dock finnas gott om utrymme för fortsatt forskning på området, t.ex. om aktivisters användning av jävsregeln i praktiken.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Propositioner

Prop. 1975:103 Regeringens proposition med förslag till ny aktiebolagslag, m.m.

Prop. 1997/98:99 Aktiebolagets organisation

Prop. 2004/05:85 Ny aktiebolagslag

Prop. 2007/08:155 Skärpta fusionsregler

Statens offentliga utredningar

SOU 1941:9 Lagberedningens förslag till lag om aktiebolag m. m. 2

SOU 1971:15 Förslag till aktiebolagslag m.m.

SOU 1992:83 Aktiebolagslagen och EG

SOU 1995:44 Aktiebolagets organisation

SOU 2001:1 Ny aktiebolagslag

Departementsserien

Ds 2007:35 Skärpta fusionsregler

Ds 2015:25 Ett ändamålsenligt minoritetsskydd

Ds 2018:15 Direktivet om ett ökat aktieägarengagemang – Förslag till genomförande i svensk rätt

Övrigt

Lagrådets yttrande 2004-12-17

Offentligt tryck från EU

Europaparlamentets och rådets direktiv (EU) 2017/828 av den 17 maj 2017 om ändring av direktiv 2007/36/EG vad gäller uppmuntrande av aktieägares långsiktiga engagemang

Litteratur

Almlöf, Hanna. *Bolagsorganens Reglering Och Dess ändamålsenlighet: En Aktiebolagsrättslig Studie Om ägarledda Bolag: An Evaluation from a Closely Held Company Perspective*. JIBS Dissertation Series, 2014

Andersson, Jan. *Om vinstutdelning från aktiebolag: En studie av aktiebolagsrättsliga skyddsregler. Skrifter från Juridiska fakulteten i Uppsala, 48*. Uppsala: Iustus, 1995

Bergström, Clas och Per Samuelsson. *Aktiebolagets Grundproblem*. 5., [uppdaterade och rev.] uppl. ed. Stockholm: Norstedts Juridik, 2015

Coffee, J., Jr. Gatekeepers. *The role of the professions in corporate governance*. Oxford: Oxford University Press, 2006

Davies, Paul L., Sarah Worthington, Eva Micheler och Laurence Cecil Bartlett Gower. *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law. 9*. London: Sweet & Maxwell, 2012

Johansson, Svante. "Aktiebolagets generalklausuler. Insjöar eller torra land?" I *Festskrift till Lars Pehrson*, redigerad av Lars Pehrson, Ulf Bernitz, Jan Kleineman, Jori Munukka och Jessika Van Der Sluijs. Stockholm: Jure, 2016

Johansson, Svante. *Bolagsstämma i svenska aktiebolag*. Upplaga 1 ed. 2018

Kleineman, Jan. "Rättsdogmatisk metod." I *Juridisk Metodlära 1. Upp.*, redigerad av Fredric Korling och Mauro Zamboni, 21-47. Lund: Studentlitteratur, Exaktaprinting, 2013

Kraakman, Reinier, John Armour, Paul Davies, Luca Enriques, Henry Hansmann, Gerard Hertig, Klaus Hopt, Hideki Kanda, Mariana Pargendler, Wolf-Georg Ringe och Edward Rock. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford University Press, 2017

Nerep, Erik. "Om generalklausulerna och likhetsprincipen i aktiebolagslagen." I *Festskrift till Lars Pehrson*, redigerad av Lars Pehrson, Ulf Bernitz, Jan Kleineman, Jori Munukka och Jessika Van Der Sluijs. Stockholm: Jure, 2016

OECD (2017), OECD Corporate Governance Factbook 2017

Rodhe, Knut och Rolf Skog. *Rodhes Aktiebolagsrätt*. 24., [rev.] uppl. ed. Stockholm: Norstedts Juridik, 2014

Roos, Carl Martin. *Rätt och Samhälle i Entreprenörsperspektiv: Varför Rättsekonomi?* Jönköping: Högsk., 1993

Sandström, Torsten. *Svensk Aktiebolagsrätt*. Sjätte Upplagan ed. Stockholm: Wolters Kluwer, 2017

Smith, Adam. *The Wealth of Nations* 1776 Cannan Edition Modern Library, 1937

Stattin, Daniel. *Företagsstyrning: En studie av aktiebolagsrättens regler om ägar- och koncernstyrning*. 2. Uppl. ed. Uppsala: Uppsala Universitet, 2008

Sveriges Advokatsamfund. *Festskrift till Sveriges Advokatsamfund: 1887-1987: Rättsvetenskapliga Studier*. Stockholm: Norstedt, 1987

Svernlöv, Carl, Claes Beyer, och Stockholm Centre for Commercial Law.
Aktiebolagslagens minoritetsskydd. Stockholm: Stockholms universitet, Stockholm
Centre for Commercial Law, Juridiska institutionen, 2008

Taxell, Lars Erik. *Om Aktierätt Vid Bolagsstämma. Acta Academiae Aboensis.
Humaniora*, 24:1. Åbo: Åbo Akad., 1959

Artiklar

Allaire, Yvan. "The Troubling Case of Proxy Advisors: Some Policy
Recommendations," *Institute for Governance of Private and Public Organizations*
(Januari 2013). Tillgänglig på: <https://igopp.org/en/the-troubling-case-of-proxy-advisors/>

Almlöf, Hanna. "Mot en djupare förståelse av aktiebolagsrättens utformning."
Nordisk Tidskrift för Selskabsret nr. 2/3 (2016): 107-21

Armour, John, Bernard Black, Brian Cheffins och Richard Nolan. "Private
Enforcement of Corporate Law: An Empirical Comparison of the United
Kingdom and the United States." *Journal of Empirical Legal Studies* 6, no. 4
(2009): 687-722

Barker, Roger och Iris H.-Y. Chiu. "Protecting Minority Shareholders in
Blockholder-controlled Companies: Evaluating the UK's Enhanced Listing
Regime in Comparison with Investor Protection Regimes in New York and
Hong Kong." *Capital Markets Law Journal* 10, no. 1 (2015): 98-132

Bebchuk, Lucian, och Mark Roe. "A Theory of Path Dependence in Corporate
Ownership and Governance." *Stanford Law Review* 52, no. 1 (1999): 127-170

Bebchuk, Lucian A., Alon Brav, Robert J. Jackson Jr och Wei Jiang. "Pre-
disclosure Accumulations by Activist Investors: Evidence and Policy." *The
Journal of Corporation Law* 39, no. 1 (2013): 1-34.

Bebchuk, Lucian A., Alon Brav och Wei Jiang. "The Long-term Effects of
Hedge Fund Activism." *Columbia Law Review* 115, no. 5 (2015): 1085-155

Bebchuk, Lucian A. A., och Assaf Hamdani. "Independent Directors and
Controlling Shareholders." *University of Pennsylvania Law Review* 165, no. 6
(2017): 1271-315

Black, B. "Agents Watching Agents - The Promise Of Institutional Investor
Voice." *UCLA Law Review* 39, no. 4 (1992): 811-93

- Black, B. och R. Kraakman. "A Self-enforcing Model of Corporate Law." *Harvard Law Review* 109, no. 8 (1996): 1911-982
- Boyson, Nicole M. M., och Robert M. Mooradian. "Corporate Governance and Hedge Fund Activism." *Review of Derivatives Research* 14, no. 2 (2011): 169-204
- Çelik, Serdar, och Mats Isaksson. "Institutional Investors and Ownership Engagement." *OECD Journal: Financial Market Trends* 2013, no. 2 (2014): 93-114
- Coase, R. H. "The Nature of the Firm." *Economica* 4, no. 16 (1937): 386-405
- Coffee, John C. "Liquidity versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor." *Columbia Law Review* 91, no. 6 (1991): 1277-368
- Davidoff, Steven M. "Fairness Opinions." *American University Law Review* 55, no. 6 (2006): 1557-625
- Davies, Paul L. "Related Party Transactions: UK Model" *European Corporate Governance Institute (ECGI) Working Paper No. 387/2018*. Tillgänglig på: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3126996>
- Djankov, Simeon, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes och Andrei Shleifer. "The Law and Economics of Self-dealing." *Journal of Financial Economics* 88, no. 3 (2008): 430-65
- Easterbrook, Frank H., och Daniel R. Fischel. "The Corporate Contract." *Columbia Law Review* 89, no. 7 (1989): 1416-448
- Enriques, Luca. "Related Party Transactions: Policy Options and Real-World Challenges (with a Critique of the European Commission Proposal)." *European Business Organization Law Review* 16, no. 1 (2015): 1-37
- Fleischer, Holger. "Proxy Advisors in Europe: Reform Proposals and Regulatory Strategies." *European Company Law* 9, no. 1 (2012): 12-20
- Fried, Jesse, Ehud Kamar och Yishay Yafeh. "Empowering Minority Shareholders and Executive Compensation: Evidence from a Natural Experiment." Tillgänglig på: <http://bschool.huji.ac.il/.upload/staff/yishai/Empowering%20Minority%20Shareholders%20and%20Executive%20Compensation%20August%2017%202016.pdf>
- Gilson, Ronald J. "A Model Company Act and a Model Company Court" *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 489*; *Columbia Law and*

Economics Working Paper No. 539 (2016) Tillgänglig på:
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2750256>

Gilson, Ronald J., och Jeffrey N. Gordon. "The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights." *Columbia Law Review* 113, no. 4 (2013): 863-927

Goshen, Zohar. "The Efficiency of Controlling Corporate Self-dealing: Theory Meets Reality." *California Law Review* 91, no. 2 (2003): 393-438

Grandinson, Peder och Ulf Grubbström. "Aktiemarknadsnämndens närståenderegler" *Juridisk Tidskrift* nr 1. (2013/14): 45-66

Gutiérrez, María och Maribel Sáez. "Deconstructing Independent Directors." *Journal of Corporate Law Studies* 13, no. 1 (2013): 63-94

Hallemeesch, Nick. "Self-Dealing by Controlling Shareholders: Improving Minority Protection in Light of Article 9 C SRD." *European Company and Financial Law Review* 15, no. 2 (2018): 197-235

Hamdani, Assaf, och Yishay Yafeh. "Institutional Investors as Minority Shareholders." *Review of Finance* 17, no. 2 (2013): 691-725

Hu, Henry T. C., och Bernard Black. "Empty Voting and Hidden (morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms." *Business Lawyer* 61, no. 3 (2006): 1011-070

Jakobsson, Ulf och Daniel Wiberg. "Vem ska styra de svenska företagen?" *Rapport nr 8 i projektet Företagsamt ägande* (2014)

Jensen, Michael C. och William H. Meckling. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3, no. 4 (1976): 305-60

Kahan, Marcel och Edward B. Rock. "Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control." *University of Pennsylvania Law Review* 155 (2007): 1021-981

Licht, Amir N. "Be Careful What You Wish for: How Progress Engendered Regression in Related Party Transaction Regulation in Israel." *European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 382/2018* (January 2018). Tillgänglig på: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3104062>

Rock, Edward B. "Institutional Investors in Corporate Governance." I *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, ed. Jeffrey N. Gordon och Wolf-Georg Ringe. Oxford University Press, 2018

Rock, Edward B. "MOM Approval in a World of Active Shareholders." *European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 389/2018* (Mars, 2018)

Romano, Roberta. "Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered." *Columbia Law Review* 93, no. 4 (1993): 795-853

Rosenberg, Jonathan och Alexandra Lewis-Reisen. "Controlling-Shareholder Related-Party Transactions Under Delaware Law." Augusti 2017. Tillgänglig på: <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/08/30/controlling-shareholder-related-party-transactions-under-delaware-law/>

Sergakis, Konstantinos. "The Duties of a Short Seller." *Shareholder's Duties* ed. Hanne Birkmose (January 29, 2016): 153-73. Tillgänglig på: <https://ssrn.com/abstract=2744802>

Sjöberg, Gustaf. "Rättsekonomisk tolkning av aktiebolagslagen" *Nordisk Tidskrift for Selskabsret* nr.2 (2002): 194-99

Skog, Rolf och Annica Sandberg. "Aktiemarknadsnämnden – en del av självregleringen på den svenska aktiemarknaden." *Nordisk Tidskrift for Selskabsret* nr. 4 (2011): 1-7

Strand, Therese. "Short-Termism in the European Union." *Columbia Journal of European Law* 22 (2015): 15-381

Strand, Therese. "Nytt EU-Direktiv ska lösa oklara problem." *Nordisk Tidskrift for Selskabsret* nr. 2 (2015): 29-41

Thompson, Robert B. "Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law." *Georgetown Law Journal* 84, no. 1 (1995): 1-60

Tsagas, Georgina. "Use and Abuse of Power in Changes of Corporate Control: Transfer Schemes and Shareholders' Voting Practices in Uncharted Waters." *The Bristol Law Research Paper Series*, ISSN 2515-897X, Paper #007 (2018). Tillgänglig på: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3152468>

Tröger, Tobias H. "Corporate Groups: A German's European Perspective." *Research Center SAFE - Sustainable Architecture for Finance in Europe, Goethe University Frankfurt* (2014)

Williamson, Oliver E. "Corporate Finance and Corporate Governance." *Journal of Finance* 43, no. 3 (1988): 567-91

Rättsfall och avgöranden

Aktiemarknadsnämndens avgöranden

AMN 2012:05

AMN 2013:40

Förenta staterna

Getty Oil Company v. Skelly Oil Co., 267 A2d 883 (Del. 1970)

Sinclair Oil v. Levien, 280 A.2d 717 (Del. 1971)

Kahn v. Tremont, C.A. No. 12339, 1996 WL 145452 (Del. Ch. March 21, 1996)

John Q. Hammons Hotels Inc. Shareholder Litigation, 2009 Del Ch LEXIS 174

Kahn v. MFW, 88 A.3d 635 (Del. 2014)

Storbritannien

Pender v. Lushington, 6 Ch. D. 70, 75 (M.R. 1877)

Northern Counties Sec. Ltd. v. Jackson & Steeple Ltd., [1974] 1 W.L.R. 1133,1144 (Ch.)

Re Hellenic and General trust Ltd. [1975] 3 All ER 382

Re Dee Valley Group plc [2017] EWHC 184 (Ch)

Internetkällor

Nerep och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 7 kap. 46 §, Lexino 2018-02-22

Nerep, Adestam och Samuelsson, Aktiebolagslag (2005:551) 23 kap. 11 §, Lexino 2017-10-27

Svenska koden för bolagsstyrning hämtad på:

<http://www.bolagsstyrning.se/koden/gallande-kod>