

Jur.lic., VH Björn Holming, Esbo

Svårigheter vid implementeringen av den amerikanska venture capital-modellen i Finland med hänsyn till vår aktiebolagslag*

1. Bakgrund och teoretiska utgångspunkter

1.1. En rättsekonomisk ansats

Den teoretiska och empiriska rättsekonomiska forskningen om aktiebolagsrätten i allmänhet men framförallt om venture capital-verksamheten har varit och är fortfarande särskilt framträdande i USA. Ett generellt mål för aktiebolagslagstiftningen anses enligt den ekonomiska teorin vara att bidra till att minska agent- och transaktionskostnaderna,¹ eftersom en minskning av de samma genom en effektivare kapitalallokering anses uppmuntra ekonomisk verksamhet, vilket främjar investeringar och sålunda anses öka välfärden i hela samhället.²

Målsättningen för kapitalplaceraren är maximal värdeökning av målföretagets³ aktier vid kapitalplacerarens exit. I ett kapitalplaceringssammanhang fungerar oftast kapitalplaceraren som principal och ledningen som agent. Med ledning avser jag grundaren (entreprenören) av målföretaget. Denne sitter även i dess styrelse och fungerar åtminstone initieellt som VD däri.⁴ Ledningen är oftast majoritetsaktieägare i målföretaget. Jag har av praktiska skäl skilt kapitalplaceraren från ledningen, trots att även denne oftast sitter med i ett målföretags styrelse. Enligt ABL kap. 6:1.1 innefattar begreppet »bolagets ledning» endast

* Artikeln bygger på en licentiatavhandling vid Helsingfors universitet (ht 2005) med rubriken: »Venture capital finansiering i ett målföretag – en rättsekonomisk approach ur ett normativt regleringsteoretiskt perspektiv».

¹ Som agentkostnader avses allmänt utgifter som uppstår av principalens övervakningsrelaterade kostnader, kostnader att knyta agentens intressen till företagets (aktieägarnas) samt en residualförlust, som utgörs av divergensen mellan förmögenhetsmaximerande beslut och de beslut och handlingar som agenten företar. Se närmare härom t.ex. i Macey (1993), s. 28, Bergström-Samuelsson (1997), s. 72, Airaksinen-Jauhiainen (1997), s. 32, Timonen (1997), s. 91 ff., Jensen-Meckling (1976), s. 308. Om transaktionskostnader, se t.ex. Timonen (1997), s. 91 ff.

² Hansmann – Kraakman (2004), s. 22. Jfr Macey (1993), s. 28.

³ Målföretaget utgörs här av ett aktiebolag, som etablerats av ledningen och vari kapitalplaceraren investerar.

⁴ För en utförlig framställning om begreppet ledning (ur ett juridiskt och ekonomiskt perspektiv), se Toiviainen (1992), s. 214 f, 219 ff.

styrelsen som enda obligatoriska organ. Enligt samma paragraf kan likväl ett bolag ha en VD och/eller ett förvaltningsråd.⁵

Enligt principal-agentteorin skall principalen för att minska riskerna få agenten att själv via olika incitament dra nytta av att driva principalens nytta.

1.2. Problemställning

Bolagsrättsligt består intressekonflikten mellan aktieägare och företagsledning däri att aktieägarna/principalen förutsätter att företagsledningen/agenten gör allt för att maximera bolagets värde (eller aktieägarnas investeringar), medan företagsledningen däremot kan ha divergerande preferenser och intressen, t.ex. att maximera sin egen nytta genom att ta ut stora löner, bonus, ägna sig åt fritidsintressen och därigenom utnyttja bolagets resurser för eget bruk.⁶ Detta stämmer överens även inom kapitalplaceringsverksamheten trots att målföretagets ledning oftast fungerar som majoritetsaktieägare. Sagda principal-agent-förhållande kan enligt Timonen⁷ betraktas med aktiebolagsrättsliga ögon endast som ett förhållande mellan aktieägarna (kapitalplacera) och ledningen, eftersom endast ledningen såsom agent kan ha en bolagsrättslig skyldighet att ta kapitalplacera (principalens) behov i beaktande. Timonen⁸ anser att svårigheten med implementeringen av principal-agentteorin i en (bolags) rättslig kontext ligger i att vår rättsordning saknar den institutionella ram, dvs. trust-institutionen,⁹ som i amerikansk rätt ligger bakom denna teori. Eftersom trust-institutionen eller motsvarande reglering inte enligt Timonen existerar hos oss bör principal-agentteorin enligt honom rättfärdigas på ett annat sätt för att kunna tillämpas normativt hos oss i en bolagsrättslig miljö. Härvidlag är jag själv benägen att betona att vi har ett trustliknande »arrangemang», som bara förstärkts genom att vi t.ex. i motiven till ABL *expresis verbis* uttryckt en lojalitetsplikt för ledningen.¹⁰ Principal-agentteorin kan därför enligt min mening med fördel betraktas ur ett aktiebolagsrättsligt perspektiv såsom ett förhållande mellan kapitalplacera (principal) och ledningen (agent). Problemen kan måhända kon-

⁵ Taxell (1983), s. 53. Taxell talar om det »rättsliga» begreppet »bolagets ledning». Enligt Taxell, *ibid.*, koncentreras den egentliga ledningen hos styrelsen och VD:n. Ledningen utgör enligt Toiviainen (1992), s. 219 av styrelsen (*minimi*), förvaltningsrådet och VD:n (*maximi*). VD:n var enligt GABL obligatorisk i företag med ett aktiekapital på minst 80 000 euro. Bolaget skulle enligt samma lag ha minst sista nämnda aktiekapital för att genom bolagsordningsbestämmelse kunna välja ett förvaltningsråd. Styrelsen kan med stöd av bolagsordningsbestämmelse ge även utomstående en rätt att representera bolaget (ABL 6:26).

⁶ Macey (1993), s. 30 f., Se närmare om principal-agentteorin, Mähönen – Villa (2006), speciellt s. 73, 86 ff., 92 ff.

⁷ Timonen (1997), s. 167., Mähönen – Villa (2006), s. 92 ff.

⁸ Timonen (1997), s. 165 ff.

⁹ Trust-begreppet har sitt ursprung i engelsk rätt, se t.ex. Mikkola (2003), s. 4 ff. Se även Mähönen (1998), s. 233.

¹⁰ Ledningens lojalitetsplikt (»hoitovelvollisuus») har tidigare uttryckts av Cederberg (1934), s. 26 och i Motiven (ABL), s. 42. Se även Mähönen – Villa (2006), s. 107 ff., 115 ff.

kretiseras även i de fall då ledningens åtgärder inte till alla delar sammanfaller med vinstmaximeringen, men trots det är i konformitet med målföretagets bästa.

1.3. Målsättning

Min primära målsättning och mitt kunskapsintresse i denna artikel är att applicera ovannämnda principal-agentteori i en kapitalplaceringsmiljö genom att testa huruvida främst vår aktiebolagslag ställer hinder i vägen för att kapitalplaceringarna och ledningen på ett »effektivt» sätt skall kunna agera vid fullgörandet av en av sina huvuduppgifter, dvs. att maximera målföretagets (aktiens) värde i exiten. Aktiebolagslagens effektivitet belyses bl.a. på basis av en kort komparativ översikt över regleringen i delstaten Delaware, USA. Jag har granskat och jämfört vissa enligt min mening relevanta delar av aktiebolagslagstiftningen därstädes med vår inhemska dito (GABL/ABL), eftersom VC-konceptet inklusive aktieägaravtalen i stor utsträckning synes ha överförts från USA till verksamheten i Finland. Jag har valt aktiebolagslagen i Delaware eftersom majoriteten av de amerikanska företagen inom VC-branschen enligt uppgift är registrerade där.¹¹

Effektivitetsbegreppet är mångtydigt och svårhanterbart, varför användningen av detsamma inom juridiken även har varit föremål för befogad kritik. Effektiviteten skall bl.a. vara ett uttryck för största möjliga vinstmaximering, i främsta rummet med hänsyn till kapitalplaceraren, men även ett uttryck för att ledningens legitima och godtagbara intressen tillgodogörs, varigenom bägge parter gynnas. Genom effektivitetsbegreppet granskas aktiebolagslagens funktionsduglighet. Jag understryker gärna att ekonomisk effektivitet naturligtvis inte är det enda »saliggörande», eller långt ifrån det enda relevanta kriteriet vid lagstiftning och rättstillämpning. En av utgångspunkterna i denna artikel är likväl att vinstmaximeringen för aktieägarna (här kapitalplaceringarna) är det exklusiva kriteriet för beslutsfattarna i bolaget.

1.4. Den aktiebolagsrättsliga lojaliteten som ett effektivitetsbefrämjande medel

I motiven till ABL (1:8)¹² definierar man ledningens uppgifter (skyldigheter) genom att konstatera att den dels har en omsorgsplikt eller vårdplikt, dels en plikt att agera i bolagets och i samtliga aktieägares intresse. Sistnämnda skyldighet anses enligt sagda motiv innebära en lojalitetsskyldighet för ledningen. Omsorgsplikten har framförallt relevans med beaktandet av ett möjligt skade-

¹¹ Littenberg – Schauder (2004), s. 1.

¹² Motiven (ABL), s. 41, ABL 1:8: »Bolagets ledning skall omsorgsfullt främja bolagets intressen.» Se Mähönen – Villa (2006), s. 120 f.

ståndsansvar för ledningen. Speciellt understryker man i motiven¹³ att man vid betraktandet av ledningens omsorgs- jämte lojalitetsplikt är hänvisad till att granska ledningens uppgifter i enlighet med ABL 6:2, men valueringen tar framförallt sikte på hur ledningen handlar med beaktandet av bolagets ändamål (1:5). I motiven dras ett likhetstecken mellan handlandet i bolagets intresse och ett handlande som är förenligt med dess syfte eller ändamål.¹⁴ Handlandet i enlighet med bolagets bästa innebär i sista hand en skyldighet för ledningen att handla i alla aktieägars intresse.¹⁵ Sålunda synes ledningen i ett målföretag direkt med stöd av ABL kunna bli skadeståndsskyldig gentemot målföretaget för opportunistiskt beteende genom att ledningen brister i sin lojalitetsplikt beträffande vinstmaximeringskriteriet, dvs. bolagets ändamål enligt presumtionsbestämmelsen i 1:5.¹⁶ En eller flera ledamöter i målföretagets ledning har t.ex. handlat endast i sitt eget intresse på bekostnad av bolagets, och indirekt på bekostnad av kapitalplacernas, intresse. Att handla endast på ett sätt som direkt främjar bara en viss aktieägare eller vissa aktieägars intressen strider mot bestämmelsen om ledningens uppgifter enligt ABL 1:8. Bestämmelsen i 1:5 ABL innebär inte en skyldighet att producera största möjliga årliga dividend åt aktieägarna, utan vinstgenereringen bör kunna ses på längre sikt.¹⁷ Investeringar i bolaget kan vara förenliga med bolagets och därigenom även med aktieägarnas intressen. Samtidigt som bolagets förmåga att generera större vinster ökar, ökar även aktiernas värde. Skadeståndsbestämmelserna i och motiven till ABL¹⁸ synes vid en första anblick inte vara helt kristallklara till alla delar. För att kapitalplaceringen, såsom aktieägare, ens i teorin skall kunna åberopa skadestånd enligt 22:1.2 direkt av ledningen som uppsåtliga eller av vårdslöshet har brutit mot ABL:s bestämmelser eller bolagsordningen, krävs vid sidan av t.ex. ABL 1:8 (omsorgs- och lojalitetsplikten) att även t.ex. ABL 1:5 (bolagets ändamål) överträtts.¹⁹ En annan sak är sedan att kunna bevisa att ledningen brutit i sin omsorg om vinst-

¹³ Motiven (ABL), s. 41.

¹⁴ Ibid.

¹⁵ I Motiven (ABL), s. 41 har man uttryckligen uttryckt att man inte skall tolka ledningens skyldigheter för snävt. Sålunda kan ledningens ansträngningar, vilka riktar sig mot ökandet av aktiens värde, vara helt acceptabla enligt bestämmelsen, trots att man inte i första hand strävat efter »bolagets» bästa. Se Salonen (2000), s. 118.

¹⁶ Ibid., s. 41: »Att ledningsmedlemmarna förväntas handla på ett sätt som är förenligt med bolagets intresse innebär att de har en lojalitetsplikt mot bolaget och i sista hand mot samtliga aktieägare». Bolagets bästa innebär enligt motiven att handla i enlighet med bolagets ändamål. Överträdelse av ABL 1:5 motsvaras av GABL:s presumtionsbestämmelse i 12.1.2. Se Mähönen – Villa (2006), s. 115, 135, och där anförd litteratur.

¹⁷ Motiven (ABL), s. 39. Se även Mähönen – Villa (2006), s. 93 och där anförd litteratur.

¹⁸ ABL 22:1.1 och 22:1.2; För att ledningen skall bli ersättningsskyldig till annan part än bolaget krävs att skadan har orsakats genom överträdelse av andra bestämmelser i aktiebolagslagen eller bolagsordningen än överträdelse av bestämmelsen om den allmänna omsorgsplikten i ABL 1:8, se Motiven (ABL), s. 196, och Mähönen – Villa (2006), s. 135.

¹⁹ Motiven (ABL), s. 39, där det uttrycks att bolagets ändamål kan innefatta en vinstmaximering för aktieägarna.

maximeringen samt dessutom att bevisa skadans storlek på ett relevant sätt. Helt riktigt har Mähönen och Villa²⁰ riktat kritik mot regleringen av lojalitetsprincipen i ABL. Man kan fråga sig varför t.ex. lagstiftaren inte klart utskrivit att oaktsamhetspresumtionen skall gälla till den del som har att göra med ledningens lojalitet. Agentens lojalitet gentemot principalen är en av hörnstenarna i den moderna företagsteorin (där principal-agentteorin står i fokus). I lagmotiven kan tämligen klart utläsas att man som grund för den nya regleringen har anammat rättsekonomisk teori och argumentering. Ändå har man inte »öppnat» det materiella innehållet beträffande lojalitetsbegreppet på ett entydigt sätt. Lojalitets-skyldigheten är inom den rättsekonomiska doktrinen ett av huvudbegreppen då man skall lösa eller preventivt minska intressekonflikterna och därmed de sk. agentkostnaderna mellan agent och principal. Indirekt kan man likväl utläsa i ABL 22:1.3 in fine, att oaktsamhetspresumtionen även gäller situationer, där skadan har orsakats genom att en rättshandling eller ett jämförbart arrangemang har vidtagits till förmån för någon som hör till bolagets närmaste krets (dvs. agenten).

Enligt Åbo universitets²¹ utlåtande är paragrafen om ledningens uppgifter för abstrakt och för generellt reglerad. Bolagets intresse borde enligt sagda utlåtande klart förknippas med bolagets syfte. Sålunda efterlyser man i utlåtandet att omsorgs-respektive lojalitetsplikten borde införas expressis verbis i själva lagtexten. Detta skulle måhända på ett konkretare sätt gynna även kapitalplaceringarna, där värdeökningen av målföretagets aktier ligger som grund i hela deras verksamhet.

2. Den bolagsrättsliga verkställbarheten av vissa essentiella aktieägaravtalsbestämmelser

2.1. Allmänt

För att kunna genomföra sina målsättningar och därigenom minska agentkostnaderna bör kapitalplaceraren i aktieägaravtalet och till viss del i bolagsordningen ges en möjlighet att kontrollera och bevaka sin investering genom olika mekanismer. Flera av mekanismerna för att reglera avkastning och risk kan man direkt härleda ur aktiebolagslagens bestämmelser, medan man för vissa, för ett kapitalplaceringprojekt viktiga kontrollrättigheter, bör införa närmare bestämmelser i aktieägaravtalet.

²⁰ Mähönen – Villa (2006), s. 136.

²¹ TY 17.9.2003, s. 4. Enligt HY 15.8.2003 har man likaledes helt befogat riktat kritik mot de något virriga skadeståndsskyldighetsbestämmelserna i ABL 22:1.1 och 2. Liknande tankar har även uttalats av Dotevall (1989), s. 278 f. beträffande den svenska aktiebolagslagen.

Aktiebolagslagstiftningens bestämmelser täcker ett mycket brett fält av al-lehanda aktiebolag, och är såtillvida mycket »generella» till sin natur. Vissa bestämmelser är obligationsrättsligt giltiga och medför att den som bryter mot bestämmelserna i aktieägaravtalet kan åläggas både vitesbelopp och skadestånd. Ifall aktieägaravtalet har stridit mot absoluta bestämmelser i GABL har åtgär-derna enligt praxis²² i vissa fall inte ens haft obligationsrättslig relevans. Ovan-nämnda potentiella problem i en VC-miljö har säkerligen delvis sin grund i det faktum att ett flertal bestämmelser i aktieägaravtalen, som är bolagsrättsligt gil-tiga i USA, har anammats av de finska kapitalplacerarna utan att man nödvän-digtvis alltid har tagit hänsyn till bestämmelsernas aktiebolagsrättsliga status.

Klart är att man bör iakttä stor försiktighet vid implementeringen av den »amerikanska modellen» på t.ex. finska förhållanden. Implikationerna mellan de involverade parterna antas som en utgångspunkt vara tämligen likartade runtom i världen. Frågan är således huruvida och i vilken utsträckning man för minskandet av agentproblemen i vårt land kan tillämpa de mekanismer vilka beskrivits i den amerikanska ekonomiska teorin och där testats empiriskt (juri-diskt). Jag testar i denna artikel relevansen av vissa centrala finansieringsinstru-ment och speciella avtalsklausuler i aktieägaravtalen ur en inhemsk institutio-nell, främst bolagsrättslig, synvinkel. Frågan är närmast vilken betydelse man kan tillmätta det faktum att den formella amerikanska institutionella ramen, här närmast den bolagsrättsliga, synes skilja sig från t.ex. den finska. Innan man testar de generella teoretiska och empiriska slutsatserna man gjort i de ameri-kanska undersökningarna bör man såldes ha en tämligen klar bild av de institu-tionella olikheterna länderna emellan, för att värdera vilka mekanismer som bäst bidrar till en värdemaximering, dvs. är ägnade att minska transaktions-respek-tive agentkostnaderna.²³

Enligt Mähönen²⁴ har bolagsrätten i USA och i de europeiska länderna när-mat sig varandra. Den finska aktiebolagsrätten har enligt honom under senare tider klart amerikaniserats. De teoretiska skillnaderna anser han att främst ut-kristalliserar sig till att gälla vad som anses med ett bolags syfte.²⁵ Mähönen

²² Se HHO S 1984/510: en bestämmelse i aktieägaravtalet var inte bindande ens för parterna, eftersom bestämmelsen stred mot absolut bestämmelse i GABL.

²³ Se t.ex. Toiviainen (2002), s. 92 ff., (och framförallt 101 ff.), där han som utgångspunkt helt riktigt konstaterar att det åtminstone a priori synes felaktigt att direkt implementera den juridiska tankemodellen från ett s.k. common law-land (t.ex. USA) till ett land som inte base-rar sig på denna tradition (t.ex. Finland). Flera bolagsrättsliga bestämmelser är hos oss av tvingande karaktär, medan rättsnormerna i common law-länderna har sitt ursprung i domstols-praxis, där de reella argumenten har större relevans vid avgörandet huruvida en ny situation (rekvisiten) skall anses kunna avgöras på basis av ett äldre liknande domstolsavgörande. I Motiven (ABL), s. 8, framför man på ett allmänt plan att jämförelser mellan olika länders bolagsrättsliga system ofta är ytliga och resultaten diskutabla då varje land har ett bolagsrätts-ligt system som är anpassat till dess rättsliga och ekonomiska struktur.

²⁴ Mähönen (2003), s. 4.

²⁵ Ibid.

sammanfattar den angloamerikanska ansatsen genom att konstatera att en god aktiebolagslag å ena sidan skall ha som ändamål att ensidigt uppmuntra ledningen till att sköta bolaget effektivt, varmed han avser en maximering av bolagets värde för aktieägarna, och å andra sidan att skydda aktieägarna från ledningens opportunistiska för att på detta sätt sänka agentkostnaderna.²⁶ Ifall en aktiebolagslag i ett land inte uppfyller dessa krav på en god aktiebolagslag kommer aktieägarna att flytta bolagen till sådana stater som minimerar agentkostnaderna.²⁷

På grund av sin »allmängiltighet» förmår vår aktiebolagslag inte alltid på ett adekvat sätt tillvarata kapitalplacerarens enligt min mening befogade och legitima intressen. Aktiebolagslagen (så även GABL) innehåller flera absoluta bestämmelser, vilka måhända inte alltid står i framför allt kapitalplacerarens intresse. Värdemaximeringen vid exiten är det mest essentiella elementet för kapitalplaceraren. De flesta och viktigaste bestämmelserna i aktieägaravtalet har att göra med värdeökningen, varför t.ex. kapitalplacerarens exitmöjligheter enligt aktieägaravtalet ofta synes komma på kollisionskurs med aktiebolagslagens absoluta bestämmelser om en akties fria överlåtbarhet. Ofta förekommande bestämmelser av typ tag-along, drag-along, s.k. vestingklausuler, inlösningsbestämmelser om good leaver, bad leaver och right of first refusal hör till de viktigaste villkoren i aktieägaravtalen i VC-sammanhang, men synes inte ha någon direkt bolagsrättslig relevans. Ovannämnda aktieägaravtalsbestämmelser synes inte alltid vara bolagsrättsligt verkställbara ifall saken skulle undergå en rättslig granskning. Problemen har hos oss inte uppmärksamats i någon större mån. Det finns ytterst få HD-fall som man analogt kunde använda i en VC-omgivning. Rättspraxis för VC-verksamheten i Finland saknas. Enligt muntliga uppgifter av några intervjuade kapitalplacerare synes även inhemska skiljemannaförfaranden vara sällsynta. Avtalen har följts, trots att både ledningen och kapitalplaceraren med stöd av GABL troligtvis skulle ha haft en möjlighet att erhålla ett domstols- eller skiljemannabeslut som de facto skulle ha »neutraliserat» olika bestämmelser i aktieägaravtalet på bolagsrättsliga grunder. Här torde ryktesaspekter ha sitt finger med i spelet. Parterna önskar säkerligen i ett litet land som Finland helst göra upp i godo i allehanda tvister.

Redan p.g.a. kapitalinvesteringarnas begränsade tidshorisont är det av vikt att som ett gemensamt mål understryka i aktieägaravtalet målföretagets (aktiernas) optimala värdeökning jämte detaljerade villkor för när och på vilket sätt utträde ur målföretaget skall ske. Utgångspunkten borde vara den att bägge parter skall kunna identifiera sina allehanda målsättningar och ge uttryck för dem genom att skriva in målsättningarna och medlen, för att uppnå dem, i själva aktieägaravtalet. Ju mer riskfyllt ett investeringsprojekt är, desto större är behovet för en ka-

²⁶ Ibid. s. 5.

²⁷ Ibid.

pitalplacerare att kunna kontrollera målföretagets (ledningens) verksamhet. Det är i denna kontext som finansieringsinstrumenten och villkoren i aktieägaravtalet har en central roll.

2.2. Empiriska undersökningar

Vissa utländska empiriska forskningsresultat har visat att de mekanismer i aktieägaravtalet och finansieringsinstrumentet som visat sig minska implikationerna mellan kapitalplacerare och ledning uppvisar stora likheter länderna emellan trots de institutionella olikheterna.²⁸ Resultaten är kanske inte helt oväntade. Venture capital-finansieringen har visat sig vara en betydande faktor för målföretagen runt om i världen och det lyckade »receptet» har anammats av flera europeiska och övriga länder.²⁹ I vårt land har man generellt anpassat aktiebolagslagstiftningen genom att t.ex. möjliggöra införandet av flexibla finansieringsinstrument i bolagsordningarna, för att på detta sätt bl.a. underlätta kapitalanskaffningen i aktiebolagen.

Megginson (2002)³⁰ har ställt sig frågan om det över huvud taget är möjligt att det kan växa fram en global integrerad VC-verksamhet, eller om man fortsättningsvis är hänvisad endast till en segmenterad nationell marknad med nationella särdrag. Trots att man kan spåra stora likheter mellan VC-verksamheten i USA och i Europa kan man åtminstone inte ännu, enligt Megginson,³¹ spåra en verksamhet av global natur, och en dylik är inte heller enligt honom inom synhåll. Länder med en livskraftig VC-verksamhet, lik den i USA, synes i alla händelser enligt Megginson³² förete vissa gemensamma karaktäristika. Bland dylika nämner Megginson bl.a. ett samhälle som stöder en VC-verksamhet, ett etablerat rättssystem med ett starkt minoritetsskydd, ett rättssystem som inte bestraffar »start-ups», en tradition av entreprenörskap och risktagning, en fri och rörlig arbetsmarknad med hög teknisk talang, en stark R&D-kultur och en stark börs.³³ Frånsett en stark börs, entreprenörskapstraditioner och risktagning synes sistnämnda karaktäristika passa väl in i våra förhållanden.

Kaplan, Martel och Strömberg³⁴ har i en undersökning utförd i 23 länder, granskat huruvida de amerikanska finansiella kontrakten (aktieägaravtal) helt

²⁸ Kaplan – Martel – Strömberg (2005), s. 1. Jfr ovan, s. 478, beträffande Mähönens ställningstagande härvidlag.

²⁹ Landström – Manigart – Mason – Sapienza (1998), s. 1.

³⁰ Megginson (2002), s. 2.

³¹ Ibid. s. 29; Se även i Motiven till ABL, s. 8 f.

³² Megginson, s. 29.

³³ Jfr Ibid. s. 30.

³⁴ Kaplan – Martel – Strömberg (2005), s. 1 ff. (även de skandinaviska länderna var med bland de undersökta länderna). Majoriteteten av de undersökta målföretagen utgjordes av innovativa högteknologibolag. Undersökningen gällde vidare endast finansiering under målföretagens initialskede.

eller delvis kan implementeras i en annan (legal) institutionell omgivning. I undersökningen klarlades hur man i kontrakten allokerade diverse cash flow-rättigheter och kontrollrättigheter. Ett av slutresultaten var att konverterbara preferensaktier stod för merparten av de finansiella instrumenten i USA, medan kapitalplaceraren i övriga länder huvudsakligen använde sig av vanliga stamaktier eller av konverterbara skuldebrev.³⁵ Enligt författarna var en av slutsatserna att flera länder har betydligt svagare kontrollrättigheter och rättigheter vid exiten än i USA. Vidare visade det sig att milestone-finansiering, vestingklausuler och antidiluteringsbestämmelser användes i mindre utsträckning i de övriga länderna. Detta i sin tur utmärker i att incitament för cash flow-rättigheter ansågs vara av mindre betydelse. I t.ex. Finland har vi tillgång till de flesta mekanismer, vilka allmänt används i amerikanska avtal och bolagsordningar. Antdiluteringsbestämmelserna har svagare genomslagskraft i Finland, eftersom dylika klausuler synes vara möjliga att införa i de amerikanska bolagsordningarna men inte hos oss.³⁶ Ersättande mekanismer härvidlag i Finland är bestämmelserna i ABL om möjligheten för ett bolag att utge aktier utan nominellt värde. Dessutom är det möjligt att investera i ett målföretags fond för fritt eget kapital. Därutöver kan målföretaget på basen av vår nya aktiebolagslag rikta en vederlagsfri aktieemission. Konvertibla preferensaktier var tillåtna även enligt GABL. Dessutom var det enligt GABL möjligt att inta aktier med olika rätt i våra bolagsordningar samt att upprätta ett aktieslag som medför en skyldighet för målföretagen att inlösa kapitalplacerarens aktier före stamaktierna. Likvidenspreferensaktier, vilka används flitigt i USA, kan likaledes enligt motiven till ABL ersättas med en annan mekanism. Medel ur fonden för det egna fria kapitalet kan »fritt» utdelas till kapitalplaceraren så länge bolagets solvens hålls intakt.

Över huvud taget visade ovannämnda undersökning av Kaplan m.fl. att den institutionella omgivningen (bolagsrätt, revisionsbestämmelser, skatteregler och kapitalmarknader) i de olika länderna slutligen innehöll få hinder för en implementering av de avtal som generellt upprättas i USA och som innehåller mekanismer för att komma till rätta med agentproblemen. Borgenärsskyddet och skatterelaterade frågor visade sig i undersökningen ha viss betydelse för implementeringen av det amerikanska konceptet. En viktig fråga berörde verkställigheten av vissa viktiga villkor enligt respektive länders rättssystem.³⁷ Verkställigheten gav enligt författarna uttryck för lagstiftningens effektivitet. Black och Kraakman³⁸ anser att en av de största skillnaderna mellan bolagslagstiftningen i under-

³⁵ Så även i Lerner och Schoars (2004) empiriska undersökning, s. 3 f.

³⁶ Kaplan – Martel – Strömberg (2005), se där tabell 4.

³⁷ Ibid. s. 2, 5. Ett lands lagstiftning kan enligt författarna göra det omöjligt att verkställa vissa aktieägaravtals- eller bolagsordningsvillkor eller så kan verkställigheten göras till mycket stora kostnader; Detta är ett av de största problemen hos oss, eftersom vi till stora delar använder oss av likartade villkor i aktieägaravtalen, trots att de inte till alla delar synes vara bolagsrättsligt verkställbara.

³⁸ Black – Kraakman (1996), s. 13.

utvecklade länder och i utvecklade länder är att domstolsverket i de underutvecklade länderna antingen inte har adekvat lagstiftning till sitt förfogande eller att domstolens kompetens är bristfällig i bolagsrättsliga frågor. Författarna lyfte även fram kulturella olikheter. I de mer utvecklade länderna uppmuntras t.ex. inte opportunist.³⁹

Kapitalplacerarens erfarenhet, ålder och fondbolagens storlek visade sig vara en signifikant och viktigare variabel än legala faktorer, då erfarna kapitalplacerare i Europa visade sig begagna likartade finansieringskontrakt som de amerikanska finansiärerna.⁴⁰ Aktieägaravtalen mellan parterna visade sig enligt undersökningen vara av essentiell betydelse i struktureringen av incitamenten och riskfördelningen och vid minskningen av agentproblemen mellan entreprenören/ledningen och kapitalplaceraren. Möjligheten till att teckna dylika aktieägaravtal som dessutom är verkställbara medför att en VC-finansiering ter sig attraktiv för kapitalplaceraren.

Vidare visade undersökningen att de amerikanskinspirerade kontrakten var effektiva sålunda att varje målföretag som använde sig av dessa ännu var aktiva efter en viss tid, medan andra målföretag vilka hade misslyckats använde sig av andra finansieringsinstrument (stamaktier) eller andra standardvillkor än de tidigare nämnda målföretagen.⁴¹ Undersökningen visade alltså att de målföretag som använde likartade avtal som i USA var mer framgångsrika än andra. En plausibel förklaring till detta är bl.a. det faktum att de amerikanska kapitalplacerarna har en lång erfarenhet av kapitalplaceringsverksamheten och de har därför kunnat utveckla allehanda avtal som även beaktar t.ex. makroekonomiska faktorer. Verksamheten i övriga länder, som t.ex. i Finland, är tillsvidare ny, varför det ännu är för tidigt att generellt dra några säkra slutsatser om hur liknade avtal ter sig i förhållandet till vår institutionella ram. Som några av de utfrågade inhemska kapitalplacerarna uttryckte det har givetvis även befolkningsunderlaget stor betydelse. I USA existerar betydligt mer företagsamhet än hos oss. Ofta fungerar företagare i USA som entreprenörer i målföretag i flera repri-ser (s.k. »serial entrepreneurs»), vilket gör att de p.g.a. sin förvärvade kompetens har större möjligheter att lyckas och över huvud taget möjligheter att er-hålla finansiering.

Ur Smiths och Parhankangas⁴² empiriska undersökning, som gällde finansiering i två målföretag per land, i detta fall USA och Finland, kunde man enligt författarna klart utläsa i avtalen att implikationerna mellan ledning och kapitalplacerare synes vara lika varandra i bägge länderna. Aktieägaravtalen syftade alla till att ge bägge parter incitament att verka för målföretagets bästa genom

³⁹ Ibid. s. 15. USA jämfördes i artikeln främst med Ryssland (som outvecklat).

⁴⁰ Ibid. s. 3; författarna nämnde att implementeringen även har att göra med hur »sofistikerad» kapitalplaceraren är.

⁴¹ Ibid.

⁴² Smith – Parhankangas (2000).

allokerande av kontrollrättigheter och ekonomiska rättigheter. Största olikheten var, i likhet med andra likartade empiriska undersökningar, att kapitalplacera i USA begagnade sig av kontrollrättigheter av typ likvidationspreferens samt konverterings- och inlösningsvillkor, medan man i Finland var mer benägen att använda speciella avtalsvillkor (>targeted rights) i form av starkare rösträtt i vissa speciella frågor. De speciella avtalsvillkoren är oftast typiska s.k. negativa kovenanter varmed ledningen hindras vidta vissa åtgärder i samband med speciella situationer (transaktioner). I Finland var innehav av lån (konvertibler) och stamaktier förhärskande.

2.3. Jämförelse av vissa allmänt förekommande bestämmelser i aktieägaravtalen i ljuset av bolagslagstiftningen i Delaware och Finland

Tag-along- och drag-along-bestämmelser i aktieägaravtalet är avsedda att skydda kapitalplaceraren som minoritetsaktieägare. Ifall ledningen erhåller ett anbud av utomstående att köpa deras aktier betyder en tag-along-bestämmelse att även kapitalplaceraren skall ges en rätt att sälja sina aktier för samma pris. Kapitalplaceraren bereds en vetorätt genom att antingen ha en rätt att stoppa försäljningen eller att sälja aktierna. Drag-along-bestämmelserna tar sikte på att kapitalplaceraren kan kräva en försäljning av aktierna (eller verksamheten) i hela målföretaget på lika villkor (eller verksamheten) till utomstående, ifall t.ex. en avtalad exit inte realiserar.⁴³ Delawares aktiebolagslag⁴⁴ innehåller följande bestämmelser om möjligheterna till införandet av drag-along-rättigheter:

»A restriction on the transfer ...of securities of a corporation, ...is permitted by this section if it: (4) Obligates the holder of the restricted securities to offer to sell or transfer an amount of restricted securities to the corporation or to any other holders of securities of the corporation or to any other person ..., or causes or results in the automatic sale or transfer of an amount of restricted securities to the corporation or to any other holders of securities of the corporation or to any other person ...»

Sålunda kan man enligt sagda lag i aktieägaravtalet på ett relevant sätt avtala om en rättighet för kapitalplaceraren, vilket innebär att ledningen är skyldig att sälja sina aktier på samma villkor till tredje man, ifall den skyddade parten (kapitalplaceraren) har beslutat sig för en försäljning av sitt innehav. Denna bestämmelse löser sålunda problemet med att minoritetens aktier i ett målföretag oftast är illikvida, samtidigt som tredje man ofta kräver att få förvärva hela aktiestocken i målföretaget. I samma lags § 202 c, (2), ges en möjlighet för den skyddade minoritetsaktieinnehavaren att sälja sitt innehav på samma villkor som majoritetsaktieägaren har avtalat med tredje man:

⁴³ Se (FVCA 13.12.2003), 15.4. s. 15 f., och 15.4. (FVCA 13.12.2003a), s. 13.

⁴⁴ DGCL § 202 (c) (4).

»Obligates the corporation or any holder of securities of the corporation or any other person...., to purchase the securities which are subject of an agreement respecting the purchase and sale of the restricted securities....»

Tag-along-klausulerna i aktieägaravtalet hindrar minorietsaktieägaren att bli tvungen att ta emot icke önskvärda majorietsaktieägare i målföretaget.

Kapitalplaceraren ges ofta en rätt att inlösa entreprenörens aktier till ett förutbestämt pris (ofta det pris entreprenören själv betalade för sina aktier) ifall denne i förtid lämnar målföretaget. Inlösningsrätten modifieras en aning av rätten till »vesting», vilket i klartext betyder att endast en del av aktierna kan inlösas under en viss tidsram. Ju längre tid entreprenören stannar kvar i målföretaget, desto mindre aktier är föremål för inlösen.⁴⁵ Ifall inlösentiden är bestämd till 5 år i aktieägaravtalet betyder detta t.ex. att 1/5 av aktierna varje år lösgörs från inlösen. Ifall entreprenören/ledningen i strid med aktieägaravtalets bestämmelser om vesting överlåtitt sina aktier i målföretaget (helt eller delvis) är även här aktiebolagslagens obligatoriska bestämmelser närvarande. Bestämmelserna om vesting har inte någon direkt anknytning till vår aktiebolagslag, varför bestämmelserna inte gäller en presumtiv ny aktieägare som förvärvat aktierna av ledningen. Vestingklausulerna binds ofta vid ledningens arbetsprestationer. Meningen är att hitta incitament för att ledningen aktivt skall verka för en värdeökning i målföretaget och inte fungera som en passiv aktieägare. Ifall ledningen hör till kategorin »bad leaver» brukar deras aktier med stöd av avtalsvilkoren i aktieägaravtalet lösas in till ett anspråkslöst pris.⁴⁶ Vidare är det möjligt att knyta vestingklausulerna till ledningens uppsägnings-respektive hävningssituationer. Ifall sålunda ledningens VD-avtal eller arbetsavtal uppsägs eller hävs kan deras aktier i stöd av villkoren bli föremål för inlösen på ett i avtalet bestämt sätt.⁴⁷

Man kan inte på ett bolagsrättsligt bindande sätt införa s.k. förköpsklausurer (»right of first refusal») i våra bolagsordningar. Däremot medges aktieägarna en dylik rätt enligt aktiebolagslagen i Delaware:⁴⁸

»Obligates the holder of the restricted securities to offer to the corporation or to any other holders of securities of the corporation or to any other person ..., a prior opportunity, to be exercised within a reasonable time, to acquire the restricted securities....»

⁴⁵ Se t.ex. Lauriala (2004), s. 180 f., där han helt riktigt nämner att det för en entreprenör vore oskäligt att dennes samtliga aktier kunde inlösas till ett förutbestämt inlösenpris, ifall denne stannar kvar i målföretaget en längre tid och sålunda bidrar till att skapa mervärde i bolaget.

⁴⁶ Ibid. s. 182 f.

⁴⁷ Ibid. s. 183.

⁴⁸ DGCL § 202 (c) (1).

Aktiebolagslagstiftningen i Delaware skiljer sig sålunda materiellt från den finska lagregleringen beträffande ett aktieinnehavs överlåtbarhet. Kapitalplacerarens befogade och oftast legitima förväntningar och rättigheter till en vinstmaximerande och därigenom effektiv exit kan hindras av vår inhemska lagstiftning beträffande aktiernas fria omsättning. Hävidlag är kapitalplacerarna i Delaware direkt i stöd av lag skyddade mot ledningens obefogade »förtida» exit. De bolagsrättsliga restriktionerna när det gäller t.ex. aktiernas överlåtbarhet, införandet av tag-along-respektive drag-along klausuler och s.k. vestingbestämmelser kan innebära stora problem för kapitalplaceraren. Vår nya ABL innebär ingen lindring i dessa avseenden. Efter att ha finansierat i stort sett hela projektet har kapitalplaceraren ett berättigat krav på att entreprenören och nyckelpersonerna i målföretagets ledning inte säljer sitt aktieinnehav till utomstående eller lämnar bolaget i förtid. Det handlar om ett samarbetsprojekt, där ledningens humankapital⁴⁹ är minst lika viktigt för en lyckad exit som kapitalplacerarens åtgärder. Bägge har förbundit sig till utvecklandet av målföretaget med värdeökande åtgärder. I affärsplanen och i aktieägaravtalet har parterna sålunda överenskommit om hur de värdeökande åtgärderna skall förverkligas.

Aktiebolagslagen innehåller viss reglering vars avsikt är att påverka de fall då ledningen handlar på ett sätt som inte är i konformitet med aktieägarens intressen. Ett aktiebolags ändamål är enligt presumptionsregeln i ABL (och i GABL) att bereda aktieägarna vinst. Detta innebär inte, som ovan på s. 476 konstaterats, en skyldighet att på kort sikt åstadkomma så stora vinstmedel som möjligt som kan utdelas som dividend åt aktieägarna, ifall det visar sig att bolagets medel kan allokeras på annat sätt, t.ex. för investeringar som antas vara till bolagets och därigenom indirekt till aktieägarnas fördel.⁵⁰ Beredandet av vinst för aktieägarna kan enligt motiven till ABL⁵¹ i stället för eller vid sidan av utdelningen av dividend innebära att man strävar efter att maximera aktiens värde, vilket sålunda är i konformitet med kapitalplacerarnas målsättning. Sett ur ett principal-agentperspektiv kan man således uttrycka att agenten enligt aktiebolagslagen har en skyldighet att i enlighet med principalens intresse maximera

⁴⁹ Jfr Bottazzi – Da Rin – Hellmann (2005), där författarna granskar betydelsen av kapitalplacerarens humankapital.

⁵⁰ Se Motiven (ABL), s. 39, Taxell (1983), s. 13, Mähönen (1998), s. 239. Toiviainen (1992), s. 81, talar om en snävare skyldighet för aktiebolaget, i det att han generellt talar om en skyldighet (presumption) att utdela vinsten i dividend. Se även Toiviainen (1992), s. 169 ff., om betydelsen av ett aktiebolags ändamål och verksamhetsföremål för det materiella innehållet i bolagets intresse. Ett aktiebolag har enligt Toiviainen på ett visst sätt alltid ett pluralistiskt bolagsintresse. Savela (1999), s. 198, konstaterar att man traditionellt utgått ifrån att bolagets intresse sammanfaller med aktieägarnas och att denna utgångspunkt även tagits av lagstiftaren i Finland.

⁵¹ Motiven (ABL), s. 39.

aktiens värde för en framtida exit.⁵² Villa⁵³ anser att ledningens lojalitetsplikt grundar sig på dess ställning som agent för aktieägarna. Beträffande maximeringen av aktiens värde hänvisas visserligen i motiven⁵⁴ i första hand till börsbolag, men denna målsättning gäller som sagt i allra högsta grad målföretagen i VC-verksamheten.

3. Övriga implikationer samt sammanfattande kommentarer

Skattelagstiftningen i vårt land är inte till alla delar klar vad beträffar allehanda arrangemang inom VC-verksamheten. Aktiebolags- och skattelagstiftning som är relevant för VC-arrangemang⁵⁵ har genomgått en större »renovering», varför vi ytterligare får vänta en längre tid på empiriska forskningsresultat om hur de amerikanska mekanismerna ter sig ur ett rättsligt perspektiv. Skattelagstiftningen för utländska kapitalplacerare har nyligen (i kraft 15.7.2005/564) förbättrats bl.a. sålunda att deras andel av ett kommanditbolags inkomst beskattas enligt 9 § mom. 5 i Inkomstskattelagen endast till den del inkomsten är beskattningsbar ifall den skulle betalas direkt till den skattskyldiga.⁵⁶ Detta betyder i praktiken att utlänningarnas andel av kommanditbolagets inkomst som består av ränteinkomster och överlåtelsevinster i regel blir obeskattade. Solvensbestämmelserna om vissa institutionella investerares kapitalplaceringar i kapitalplaceringsfonder synes dessutom enligt författarna ställa hinder i vägen för en konkurrenskraftigare verksamhet.

De flesta bolagsrättsliga (och avtalsrättsliga) mekanismer som begagnas i USA för att minska agentproblemen finns redan, åtminstone indirekt, att tillgå i Finland. Den bolagsrättsliga (och/eller avtalsrättsliga) institutionella ramen i

⁵² Motiven (ABL), s. 41 f., jfr t.ex. Savela (1999), s. 206 och Savela (2001), s. 18 f., Mähönen – Villa (2006), s. 115. Se Toiviainen (2002), s. 135 f., där han anser att principal-agentteorin kommer till korta i det att agenterna enligt GABL 8:14.1. och 9:16 i första hand har att ta bolagets intresse (och inte aktieägarnas) i beaktande. Detta argument synes a priori aningen snävt, bl.a. av den orsaken att bolagets fördel ofta kan anses sammanfalla med aktieägarens.

⁵³ Villa (2002), s. 167, not 13, jfr Motiven (ABL), s. 42.

⁵⁴ Motiven (ABL), s. 39.

⁵⁵ Heiniö – Äärilä (2005), s. 3: »Lainvalmistelutoimet meneillään, esitys annettaneen kevään 2005 aikana». Heiniö (s. 3) citerar statsrådets program: ».. Hallitus valmistelee verolain muutoksen, joilla ulkomaista riskipääomasijoitusta suomalaisen pääomarahastoon ja kohdeyritykseen verotetaan yhdenmukaisesti sekä toimenpiteet kotimaisiin pääomarahastoihin tehtävien sijoitusten lisäämiseksi». Målsättningen grundar sig på ett vidsträckt internationellt samarbete. Idén är bl.a. att de begränsat skattskyldiga inte skall vara skattepliktiga för den tyste bolagsmannaandelen i kommanditbolagets inkomst (enligt gällande praxis är t.ex. ett svenskt bolags bolagsmannaandel av ett finskt målföretag skattepliktig: HFD 2002:34). Aktieöverlåtelser av de finska målföretagens aktier skall gällande de direkta placeringarna, i likhet med de finska överlåtelserna, vara skattefria transaktioner.

⁵⁶ Den nya bestämmelsen tillämpas första gången beträffande inkomster för skatteåret 2006. Se närmare RP 64/2005, s. 1–10; 9 § 5 mom. i Inkomstskattelagen (30.12.1992/1535, 15.7.2005/564).

Finland synes sålunda inte lägga några större hinder i vägen för att man här kan anamma sedan länge identifierade och beprövade mekanismer (i USA), för att kunna förmå parterna att på ett ändamålsenligt (effektivt) sätt fungera inom VC-branschen på ett sätt som möjliggör en vinstmaximering för kapitalplaceraren. Som vi tidigare har sett synes den bolagsrättsliga regleringen, speciellt i Delaware, vara mer kapitalplacerarvänlig, eftersom man direkt med stöd av lag kan reglera t.ex. flera exitmekanismer i aktieägaravtalet, vilka enligt vår inhemska aktiebolagslagstiftning inte a priori är verkställbar, ifall saken ställs på sin spets. En av de största skillnaderna mellan VC-finansieringen i USA och i vårt land (och övriga europeiska länder) synes vara kapitalplaceringarna av innovativa högteknologimålföretag. I USA kanaliseras i jämförelse med t.ex. Finland en tämligen stor del av finansieringen (20,8 % 2002, jämfört med 26 % 1997)⁵⁷ till ett målföretags initialsleden. Enligt den amerikanska doktrinen anses det allmänt att kapitalplaceraren medelst sin rådgivande verksamhet och sina monitoreringsåtgärder kan generera de största vinsterna genom att dessa åtgärder företas genast i initialskedet eftersom »priset» för finansieringen i målföretaget i detta skede är tämligen lågt och diskonteringsfaktorn hög. I vårt land synes det finnas behov av statliga arrangemang för att se till att värdefullt humankapital kan få riskkapital och utvecklas kommersiellt, samtidigt som den finska regleringen bör uppmuntra erfarna affärsmän, s.k. »business angels» att gå in i ett målföretags initialsleden för att vara i stånd att ge målföretagen expertiskunnande.⁵⁸ Problemet med investeringar i ett målföretags (innovativt högteknologiföretag) såddfas är likväl inte heller nytt i Europa.⁵⁹

Ett målföretags syfte och verksamhetsföremål kan sägas utgöra målföretagets fördel. Motiven till ny aktiebolagslag understryker vinstmaximeringen genom bestämmelserna i kap. 1:8, innefattande både en omsorgs- respektive en lojalitetsplikt, och 1:5, trots att ABL inte klart i lagtexten sätter ett likhetstecken mellan ett aktiebolags fördel och aktieägarens dito, utan korrelationen uttalas

⁵⁷ Megginson (2002), s. 12.

⁵⁸ Se t.ex. Paasivirta – Valtonen (2004), s. 21 ff., Kumar – Orleck (2002), s. 11 ff., 31 f., Jeng – Wells (2000), s. 277, där författarna uttalar att en grundläggande rättslig (inklusive skatterättslig) struktur spelar en avgörande roll i respektive länders VC-verksamhet. Statens aktiva roll ansågs viktig i flera länder. Som exempel nämndes Portugal, Norge, Italien, Storbritannien och Finland. Bottazzi – Da Rin – Hellmann (2005), s. 1 ff. undersökte (i 17 Europeiska länder) vilken betydelse lagstiftningen har för relationen ledningen-kapitalplaceraren, beträffande såväl kontraktuella som icke-kontraktuella frågor.

⁵⁹ Se t.ex. Murray (2000), som i en artikel undersöker implikationerna i England. En av orsakerna till att flera nya innovativa företag blir utan finansiering (s. 9 ff.) är att man historiskt sett ofta har fått en sämre avkastning från investeringar i tidiga skeden jämfört med t.ex. MBO-finansiering. Större kapitalplaceringsfonder (p.g.a. skalfördelar) hade enligt Murray etablerats i England för att man skall kunna koncentrera sig på att finansiera ett målföretag i deras senare stadier, varför det inte synes troligt att de mobiliserar sina krafter till finansiering av högriskföretag i deras tidiga skeden. De innovativa företagen har under flera år ett negativt kassaflöde, eftersom utvecklingen och marknadsföringen av ny teknik kräver ansevärla investeringar. Riskfaktorerna var för stora i jämförelse med insatt kapital.

endast i motiven.⁶⁰ Lojalitetsplikten är dock fortfarande diffust reglerad hos oss och kan föranleda problem vid en möjlig domstolsprocess för att separat utgöra en verkställbar rättsprincip. Motiven till ABL⁶¹ ger i sig en viss anvisning då man bl.a. uttalar att t.ex. bestämmelsen om verksamhetens syfte i kap. 1:5 kan ha betydelse för en bedömning av bolagsledningens skadeståndsansvar.

För att kunna värdera reglernas »effektivitetsvärde» bör man kunna åtskilja ledningens illojala beteende och potentiellt ineffektiva beteende. Ledningens försök till vinstmaximerande åtgärder kapitalplacera till fromma kan åtminstone teoretiskt visa sig vara ekonomiskt ineffektivt. Vidare är verkställigheten av överträdelse av en bestämmelse om lojalitetsplikt problematisk ur den synvinkeln att man genom för strikta skadeståndsregler samtidigt kan minska på ledningens incitament att ta affärsmässiga motiverade risker som kan gagna målföretagets värde. Viktigaste kriteriet härvidlag är i alla fall att en reglering minskar ledningens agerande för egen vinnings skull i strid med målföretagets (kapitalplacernas) intressen samtidigt som regleringen inte får hindra rekryteringen av kompetenta personer för ett målföretags ledning. En viss reglering av jävssituationer samt en lojalitetsskyldighet synes vara nödvändig, eftersom ett illojalt beteende aldrig antas generera en vinstmaximering i ett företag.⁶²

Problemet i vår aktiebolagslagstiftning ligger på ett generellt plan i det att aktiebolagen skiljer sig väsentligt från varandra, vilket gör kordineringen av allehanda intressen och behov synnerligen svårhanterbar. Lagstiftaren kan sålunda inte antas stifta en aktiebolagslag som är effektiv för alla bolag. Aktiebolagslagen är inte heller i första hand skriven med tanke på kapitalplaceringsverksamheten.

Kapitalplacerna kan sägas representera en helt ny sorts aktieminoritet i vårt land. Kapitalplacerna har inom VC-verksamheten utvecklat ett sofistikerat avtalsarrangemang genom att införa vissa nya element i aktieägaravtalen av t.ex. typen stegvis finansiering, syndikering och vestingklausuler.⁶³ Drag-along- och tag-along-klausuler är ingalunda nya uppfinningar, men är av särskild betydelse i en VC-omgivning. Över huvud taget är kapitalplacernas exitmöjligheter essentiella, redan på basis av deras principalers intressen. Avtalsparternas symbiotiska förhållande gör att bägge har befogade grunder att hålla fast vid avtalsförhållandet trots smärre implikationer och osäkerhetsmoment. I ett VC-förhållande kan och får man inte utgå ifrån att endast den ena parten får bära hela risken med projektet. Bägge parter bör ges en möjlighet att uppnå ekonomisk effektivitet, dvs. en värdemaximering av målföretagets aktier i enlighet

⁶⁰ Se ovan s. 475 f.

⁶¹ Motiven (ABL), s. 37; se ovan s. 476, Mähönen – Villa (2006), s. 135.

⁶² Kaisanlahti (1999), s. 109 f.

⁶³ Vid s.k. stegvis finansiering ges målföretaget kapital i etapper (sk. milestones) beroende på vissa på förhand uppställda krav av finansiären. Vid syndikering ges finansiering i målföretaget av flera kapitalplacere/övriga finansiärer.

med aktieägaravtalet. Det unika avtalsförhållandet mellan kapitalplaceraren och ledningen i ett målföretag gör att deras specifika avtalsrättsliga arrangemang ur ett effektivitetsperspektiv borde få företräde även om aktieägaravtalens bestämmelser råkar i kläm med bolagsrättens absoluta bestämmelser, i de fall parternas skäliga och befogade förväntningar samt skyddsintressen kräver det. Detta synes likväl inte alltid möjligt inte minst på basen av vår rättskällolära. Normhierkin gör sig gällande även beträffande avtalsvillkoren i aktieägaravtalet mellan kapitalplaceraren och ledningen. Absoluta bestämmelser och principer samt bolagsordningens bestämmelser kan neutralisera avtalsbestämmelserna.⁶⁴ I en möjlig domstolsprocess har den ekonomiska argumenteringen inte heller någon större juridisk genomslagskraft, eftersom argumenteringen endast har värde som ett s.k. reellt övervägande.

Enligt detaljmotiveringarna till ABL⁶⁵ bör de centrala principerna bedömas som en helhet i förhållande till varandra och i förhållande till lagens detaljerade bestämmelser. Vidare synes motiven medge en rätt att beakta även parternas avsikt då man konstaterar att aktieägarnas avtalsfrihet påverkar bedömningen av enskilda situationer.⁶⁶ I motiven (ABL)⁶⁷ uttalas att en av avsikterna med förslaget till ny aktiebolagslag är att lagen skall utgöra ett optimalt stöd för hederlig affärsverksamhet. Detta är en god grund att stå på vid möjlig lagkonkurrens, av den typ jag ovan tecknat, vid t.ex. ledningens förtida utträde. I ett kapitalplaceringssammanhang har vi oftast att göra med ett målföretag där aktieägarkretsen är mycket liten och där alla aktieägare är delaktiga i aktieägaravtalet. En akties fria omsättning och t.ex. likställighetsprincipen är reglerade till skydd för aktieägarna. Eftersom samtliga aktieägare i ett VC-projekt har samtyckt till vinstmaximering av målföretagets aktie med tanke på kapitalplacerarens exit inom en snar framtid borde aktiebolagslagens absoluta bestämmelser gällande aktiens fria överlåtbarhet inte neutralisera aktieägaravtalets bestämmelser. Ifall av att t.ex. ledningen gör sig skyldig till en obefogad förtida försäljning av sitt aktieinnehav i strid med aktieägaravtalet, borde en godtroende förvärvare av aktierna erhålla ersättning av ledningen, ifall förvärvaren inte blir aktieägare i målföretaget. Den största aktiebolagsrättsliga risken för att kapitalplaceraren inte skall kunna komma i åtnjutande av i sig effektiva aktieägaravtal synes, som ovan nämnts, främst ha att göra med aktiernas fria överlåtbarhet. Det kan inte anses godtagbart att ledningen i strid med t.ex. vestingsklausuler eller drag-along-/tag-along-villkor säljer sina aktier till utomstående, vilka direkt med stöd av ABL har en rätt att inträda som aktieägare i målföretaget med kanske en helt annan investeringspolicy än vad de initiella parterna avtalat om. Detta kan ha katastro-

⁶⁴ Se t.ex. Ämmälä (1995), s. 39 f. och s. 62.

⁶⁵ Motiven (ABL), s. 37.

⁶⁶ Ibid.

⁶⁷ Ibid. s. 17.

fala följder för hela projektet, ifall ledningen i en tidig fas tar med sig sitt för värdeökningen och exiten viktiga humankapital. Delvis kunde man måhända minska denna risk genom en möjlighet att i bolagsordningen införa bestämmelser om vissa essentiella målsättningar med aktieägaravtalet. Viktigt är över huvud taget att tillkännage för utomstående att man inom företaget upprättat ett aktieägaravtal. Risken minskas givetvis även genom införandet av inlösnings- och samtyckesklausuler. Rättsläget är i alla händelser inte helt tillfredställande, trots att man möjligen i enlighet med motiven till ABL har mekanismer (lagkonkurrens) som minimerar agentkostnaderna.

ABL kan i vissa hänseenden sägas vara ett uttryck för en kostnadseffektiv reglering, genom att implementera för kapitalplaceraren viktiga allmänna bolagsrättsliga principer (om likställighet, vinstmaximering, ledningens omsorgs- och lojalitetsplikt samt bolagets syfte). Dessa allmänna principer kan kapitalplaceraren åberopa och verkställa för sina skyddsbehov i fall då lagens detaljerade bestämmelser inte i dessa frågor ger något stöd. ABL hindrar åtminstone inte a priori att parterna i ett VC-projekt även i framtiden kan åberopa nya innovativa finansieringsinstrument. Meningen är att man kan åberopa en princip ifall lagens detaljbestämmelser inte innehåller något stöd. För att principerna härvidlag skall vara effektiva krävs att dessa kan verkställas i praktiken. Införandet av ovan nämnda principer ställer stora krav på domstolen. I motiven (ABL) har man därför ansett att bolagsrättsliga tvistemål bör koncentreras till åtta tingsrätter för att utveckla ett specialkunnande för aktiebolagsrättsliga mål.⁶⁸ Know-how även i kapitalplacersärenden vore önskvärt, främst för att få bukt med osäkerheten gällande reglerna om aktiernas fria omsättning och ledningens lojalitet. Kanske detta bidrar till att man även lyfter fram allehanda problem inom VC-verksamheten under en domstolsprövning.

Allmänt anses det bland kapitalplacerarna,⁶⁹ och även på basis av en knapphändig inhemsk empirisk forskning, att det inte är den bolagsrättsliga (eller avtalsrättsliga) institutionella ramen som synes hindra en välfungerande (eller bättre fungerande) VC-verksamhet i vårt land, utan det är i stället främst skattelagstiftningen som ställer hinder i vägen för »effektiva» kapitalplaceringar i innovativa målföretag. Dessutom synes det helt klart att det behövs statliga ingripanden (kapital, kompetens) i form av »syndikerade» åtgärder (statliga institutioner, universitet, privata bolag) för att även de sistnämnda målföretagen över huvud taget skall ha en chans att utvecklas och kommersialiseras, vilket också i allra högsta grad kan anses vara effektivitetsfrämjande, både ur parternas syn-

⁶⁸ Se Motiven (ABL) s. 33 och 208 f.

⁶⁹ Flera av de intervjuade kapitalplacerarna var av denna åsikt, trots att några av dem uttryckte farhågor gällande diskrepansen mellan avtals- och aktiebolagsrätt, dvs. att samtliga avtalsvillkor inte alltid synes vara verkställbara ifall saken förs under en rättslig behandling. Skattelagstiftningen har som ovan, s. 486 nämnts, numera reglerat saken i en positiv riktning.

vinkel och därigenom även ur ett makroekonomiskt (nationalekonomiskt) perspektiv.

Enligt uppgift av några inhemska kapitalplacerare existerar inte s.k. »serial entrepreneurship» hos oss, såsom i USA. Efter en lyckad exit är få entreprenörer villiga att på nytt pröva sin lycka i ett nytt projekt, vilket kan ses som olyckligt, eftersom dylika entreprenörer har skaffat sig livsviktig erfarenhet att driva ett målföretag. Å andra sidan underströks i intervjuerna att befolkningsunderlaget givetvis underlättar då det gäller att hitta lämpliga entreprenörer i USA i jämförelse med Finland.

4. Avslutande anmärkningar

Vinstmaximeringsprincipen eller aktiernas värdemaximering bör således tillsammans med ledningens och kapitalplacerarens avsikt ges företräde framför principen om aktiernas fria överlåtbarhet i de fall dessa råkar i kollision. I så fall kan vi anse att vi i ABL har en effektiv reglering.

Aktiebolagslagstiftningen hos oss kan inte med säkerhet anses till fullo beakta parternas skyddsintressen i jämförelse med t.ex. aktiebolagslagen i Delaware. En kort genomgång ovan (s. 483 ff.) utvisade att man i Delaware gett ett formellt institutionellt stöd åt aktieägaren i de situationer där man i Finland endast är hänvisad till ett avtalsarrangemang utan direkt bolagsrättslig relevans. I Delaware är det t.ex. möjligt att skydda kapitalplaceraren genom att låta införa i princip vilka restriktioner som helst beträffande en aktieägars rätt att fritt överlåta aktier. Avtalsarrangemanget får likväl inte enligt sagda lag vara uppenbart obilligt. Ytterligare viktiga flexibla regler till förmån för t.ex. kapitalplacerare gäller införande av tag-along-respektive drag-alongklausuler i aktieägaravtalen. Dessa mekanismer är direkt i stöd av lag giltiga i Delaware. Jämfört med GABL har man dessutom i Delaware en ytterst flexibel rätt till att införa bestämmelser om en akties rättigheter (t.ex. beträffande preferensaktier) i stiftelseurkunden eller i ett styrelsebeslut. Härvidlag kan vår nya ABL i viss mån anses vara jämförbar med lagstiftningen i Delaware.

Eftersom VC-konceptet utomlands under flera års tid har visat sig synnerligen lyckat finns det fog för att rekommendera att det till stora delar avtalsrättsliga arrangemanget även hos oss får »bolagsrättslig status» genom att kapitalplaceraren ex post kan ges ett större skydd i enlighet med aktieägaravtalets bestämmelser om främst kapitalplacerarens befogade förväntningar om att avtalet skall hålla. Ett dylikt absolut skydd i lagen underlättar säkerligen även ett målföretags möjligheter till att få utomstående finansiering till rimliga kostnader samtidigt som man därigenom kan minska på diverse bestämmelser i aktieägaravtalet, vilka är ämnade att ge skydd genom olika kontrollrättigheter mot led-

ningens potentiella opportunist. Ett svagt institutionellt skydd kan härvidlag anses inverka hämmande på investeringsbenägenheten hos kapitalplacera.

Källor:

- Airaksinen, Manne – Jauhainen, Jyrki (1997). *Osakeyhtiölaki*. Porvoo, 1997.
- Bergström, Clas – Samuelsson, Per (1997). *Aktiebolagets grundproblem. En rättsekonomisk analys*. Nerenius & Santérus Förlag AB, Angered, 1997.
- Black, Bernard – Kraakman, Reinier. »A self-enforcing model of corporate law». http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=10037 (12.9.2006). Artikeln finns även att tillgå i 109 Harvard Law Review 1996:1911–1982). (Black – Kraakman 1996).
- Bottazzi, Laura – Da Rin, Marco – Hellmann, Thomas. »Human Capital in the Knowledge-based Firm: Evidence from Venture Capital». Working Paper, June 2005. (Bottazzi – Da Rin – Hellmann 2005). <http://strategy.sauder.ubc.ca/hellman/pdfs/HUMAN03.pdf>. (12.9. 2006).
- Cederberg, Lauri. »Osakeyhtiölain uusiminen vähemmistösuojaa silmälläpitäen». LM 1934:1–51. (Cederberg 1934).
- Dotevall, Rolf. »Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör.» En aktiebolagsrättslig studie i komparativ belysning. Norstedts Förlag AB. Stockholm, 1989. (Dotevall 1989).
- Hansmann, Henry – Kraakman, Reinier (2004). »Agency Problems and legal Strategies». I *The Anatomy of Corporate Law*: 21–32, Kraakman, Reinier – Davies, Paul – Hansmann, Henry – Hertig, Gerard – Hopt, Klaus – Kanda, Hideki – Rock, Edward (ed.), Oxford University Press, Oxford 2004. (Hansmann – Kraakman 2004).
- Jeng, Leslie A. – Wells, Philippe C. »The determinants of venture capital funding: evidence across countries». *Journal of Corporate Finance*, 2000 (6): 241–289. (Jeng – Wells 2000).
- Jensen, Michael C. – Meckling, William H. (1976). »Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure.» *Journal of Financial Economics*, 1976 (3), No 4: 305–360. Artikeln även tillgänglig i: http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=94043
- Kaisanlahti, Timo. *Sidosryhmät ja riski pörssiyhtiössä*, Helsinki 1999. (Kaisanlahti 1999).
- Kaplan, Steven, N – Martel, Frerik – Strömberg, Per. »How Do Legal Differences and Experience Affect Financial Contracts?». NEBER Working Paper series No. 4161, London: Centre for Economic Policy Research, January 2006. (Kaplan – Martel – Strömberg 2006), (12.9.2006).
- Kumar, Vinay – Orleck, Scott. »Why Does Private Equity Vary Across Countries and Time?». Duke University, Durham, North Carolina, Spring 2002, Working Paper. (Kumar 2002), (12.9.2006).
- Landström, Hans – Manigart, Sophie – Mason, Colin M. – Sapienza, Harry, J. »Contracts between entrepreneurs and investors: terms and negotiation process». I Reynolds P.D., Bygrave W.D., Carter N.M., Manigart S, Mason C, Meyer G.D., & Shaver K.G., (ed.): *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Wellesley, MA: Babson College, (USA), 1998: 571–585. (Landström – Manigart – Mason – Sapienza 1998).
- Lauriala, Jari. *Pääomasijoittaminen*, Edita Publishing Oy, Edita Prima Oy, Helsinki 2004. (Lauriala 2004).

- Lerner, Joshua – Schoar, Antoinette. »Transaction Structures in the Developing World: Evidence from Private Equity». MIT Sloan Working Paper 4468-04, February 2004, <http://ssrn.com/abstract=511202>. (12.9.2006). (Lerner – Schoar 2004).
- Littenberg, Michal R – Schauder, Edward H. »Fiduciary Duties and the Venture Capitalist Director». Artikel, 2004. <http://www.srz.com>. (12.9.2006). (Littenberg – Schauder 2004).
- Macey, Jonathan R. (1993). Svensk aktiebolagsrätt i omvandling – en rättsekonomisk analys, SSN Förlag, Stockholm, 1993.
- Meggison, William, L. »Towards a Global Model of Venture Capital? Working Paper, July 29, 2002. (Meggison 2002). http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=321462 (12.9.2006).
- Mikkola, Tuulikki (2003). Trust oikeusvertaileva tutkimus, Helsinki 2003.
- Murray, Gordon. »Seed Capital Funds and the Tyranny of (Small) Scale. Draft». Unpublished Working Paper. 2002. Warwick Business School, University of Warwick. (Murray 2002).
- Mähönen, Jukka (1998). »Lojaalisuus ja yhteisöoikeus», i Juhlajulkaisu Leena Kaartio 1938–30.8.–1998, Turun Yliopiston Oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja, A. Juhlajulkaisu N:o 7:231–244, Turun Yliopisto, Turku 1998.
- Mähönen, Jukka. »Saadaanko Suomeen hyvä osakeyhtiölaki». <http://www2.lut.fi/oikeustiede2003/Alustukset/JukkaMahonen.pdf>. (12.9.2006). (Mähönen 2003).
- Mähönen, Jukka – Villa, Seppo. Osakeyhtiö I, Yleiset opit. WSOYpro, Helsinki 2006 (Mähönen – Villa 2006).
- Määttä, Kalle. »Oikeudellisen sääntelyn tutkimus – lastuja sääntelyteoriassa». Oikeus 2002:2: 132–142. (Määttä 2002).
- Määttä, Kalle. Oikeustaloustieteen aakkoset. Helsingin Yliopisto. Helsinki 1999. (Määttä 1999).
- Salonen, Aki. Osakeyhtiön hallituksen jäsenen huolellisuusvelvollisuus. Werner Söderström Lakitieto. Vantaa. 2000. (Salonen 2000).
- Savela, Ari. Arvio osakeyhtiölain vahingonkorvaussääntelyn kehittämistarpeesta ja -mahdollisuuksista. Asiantuntijakausunto 22.11.2001, <http://www.om.fi/19380.htm>. (12.9.2006). (Savela 2001).
- Savela, Ari. Hostile Takeovers and Directors. Regulation of takeover defences in Finland, the United Kingdom, the United States and the European Union, Turku 1999. (Savela 1999).
- Smith, Gordon, D – Parhankangas, Annaleena. »Conflict management in the entrepreneur-venture capitalist relationship: An International Comparative Study». A paper presented at the 2000 Babson – Kauffman Entrepreneurship Research Conference, June 8–10, 2000, Boston, Massachusetts. (Smith – Parhankangas 2000).
- Taxell, Lars Erik (1983). Aktiebolagets organisation. Åbo Akademi. Åbo 1983.
- Timonen, Pekka (1997). Määräysvalta, hinta ja markkinavoima, Julkisesti noteeratun yrityksen määräysvallan siirtymisen oikeudellinen sääntely, Jyväskylä 1997.
- Toiviainen, Heikki (1992). Osakeyhtiön toimitusjohtajan asema. Oikeusdogmaattinen tutkimus vallasta ja sen sääntelystä. Lakimiesliiton kustannus. Helsinki 1992.
- Toiviainen, Heikki. Suomen yhteisöoikeuden arvoperusta. Ajatuksia oikeustaloustieteestä yksityisoikeudellisia yhteisöjä ja säätiöitä koskevassa oikeudessa, Jyväskylä, 2002. (Toiviainen 2002).
- Villa, Seppo. Henkilöyhtiöt ja osakeyhtiö. Jyväskylä, 2002. (Villa 2002).

Ämmälä, Tuula. »Osakassopimuksen tulkinta». I Osakassopimuksesta, Saarnilehto, Ari (toim.), Turun yliopiston oikeustieteellisen tiedekunnan julkaisuja, A. Juhlajulkaisut N:o 6: 35–88, Kirjapaino Grafia Oy, Turku 1995. (Ämmälä 1995).

Helsingin Yliopiston lausunto 15.8.2003 Oikeusministeriölle (Osakeyhtiölakiryhmän mietinnöstä, 2003:4), (HY 15.8.2003).

Turun Yliopiston lausunto 17.9.2003 Oikeusministeriölle (Osakeyhtiölakiryhmän mietinnöstä, 2003:4), (TY 17.9.2003).

Officiella källor:

Inkomstskattelag (30.12.1992/1535); 9 § 5 mom. har tillfogats genom L 15.7.2005/564.

RP 64/2005: Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till lagar om ändring av 9 § i inkomstskattelagen samt av lagen om beskattning av begränsat skattskyldig för inkomst och förmögenhet.

RP 109/2005: Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till ny lagstiftning om aktiebolagslag.

Rättsfall:

HFD 2002:34, s. 21

HHO S 1984/510, s.7

Utländska officiella källor:

Delaware General Corporations Law (DGCL), www.delcode.state.de.us/title8/coo1/ (12.9.2006).

Övriga källor:

FVCA (FVCA 12.3.2003). Suomen pääomayhdistys ry, osakassopimusmalli, 2003, »Modellen» och (FVCA 12.3.2003 a), »Förklaringar» till Modellen.

Heiniö, Seppo – Äärilä, Leena »Pääomasijoitustoiminnan ajankohtaiset tulo- ja arvonnäisäverotuksen muutokset». Lakimiesliiton koulutus, 17.3.2005. (Heiniö – Äärilä 2005).

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen 21.7.2006 (2006/624), vilken trätt i kraft 1.9.2006.
GABL	Aktiebolagslagen 29.9.1978 (1978/734)
HiM	Handels- och industriministeriet
Motiven (ABL)	Allmänna motiveringar jämte detaljmotiveringar till Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till ny lagstiftning om aktiebolag, 109/2005
RP	Regeringens proposition