

Röstvärdesdifferenser

- en diskussion i ljuset av debatten rörande aktier med olika rösträtt



Författare:
Sophia Tobieson
Caroline Veræus

Handledare:
Tore Eriksson

FÖRORD

Arbetet med föreliggande uppsats har varit utomordentligt lärorikt. Vi har erhållit stora materiella kunskaper i såväl det ämne vi behandlat som i därtill närliggande områden. Dessutom har vi haft fantastiskt roligt under arbetet. Vi har blivit goda vänner och vi har med viss förvåning upptäckt att man faktiskt kan skriva uppsats tillsammans utan att bli osams en enda gång.

Vi vill ta detta tillfälle i akt att tacka Jacob Palmstierna, Per Samuelsson, Ramsay Brufer, Lars Milberg och Mats Qviberg. Vi är oerhört tacksamma att Ni tagit Er tid att träffa oss och vi är glada att konstatera att alla våra intervjuer varit synnerligen givande.

Slutligen vill vi tacka våra handledare Tore Eriksson och Hossein Asgharian för assistans under arbetets gång, samt alla andra som på något sätt bidragit till arbetets färdigställande.

Lund i maj 2002

Sophia och Caroline

Sammanfattning

- Titel:** Röstvärdesdifferenser – en diskussion i ljuset av debatten rörande aktier med olika rösträtt
- Ämne:** FEK 581, Kandidatseminarium, våren 2002
- Författare:** Sophia Tobieson
Caroline Veræus
- Handledare:** Tore Eriksson
- Nyckelord:** Röstvärdesdifferenser, rösträttsdifferenser, aktier, corporate governance, ägarstyrning, aktivt ägande Ericsson, bolagsdirektiv, takeover-direktivet, A-aktier, B-aktier, intervjustudier
- Syfte:** Framställningen syftar till att utreda, beskriva samt utvärdera den argumentation som idag förs rörande röstvärdesdifferenser i Sverige.
- Metod:** Framställningen är till största delen av deskriptiv art och är nästan uteslutande genomförd med en kvalitativ metod. De deskriptiva momenten varvas fortgående med klassificerande samt komparativa moment. Detta sker genom att den deskriptiva bilden så långt möjligt appliceras på verkliga och ofta aktuella fall. Avsikten med detta är dels att förmedla en ökad förståelse för det som beskrivs och dels att skildra fenomenet röstvärdesdifferenser i ljuset av dagens debatt. Den kvalitativa metoden gestaltas särskilt genom omfattande intervjustudier som analyseras grundligt i framställningen. Framställningen avslutas med en normativ slutsats där argumenten för och emot röstvärdesdifferenser utvärderas.
- Slutsats:** Vi kan konstatera att vi ser såväl positiva som negativa aspekter i systemet med röstvärdesdifferenser. De starkaste fördelarna med att använda röstvärdesdifferenser anser vi vara att det kan befrämja tillväxt hos små- och medelstora företag, att det kan bidra till ett

aktivt ägande samt att det skyddar svenska företag från utländska uppköp. De största nackdelarna anser vi vara att röstdifferentierade aktier kan leda till en risk för att kontrollaktieägaren exploaterar övriga aktieägare samt att röstvärdesdifferenser kan motverka förnyelse i företagen.

Vi har inte haft för avsikt att komma fram till huruvida röstvärdesdifferenser i princip bör vara tillåtna eller inte. Vi tycker oss ändå kunna dra slutsatsen att Sverige i dagsläget bör avvakta med ett eventuellt förbud mot röstvärdesdifferenser. Anledningen till detta är att vi anser att det finns stora risker att ett omedelbart borttagande av röstvärdesdifferenserna i den situation som råder idag, skulle leda till att Sverige och svenska bolag blev alltför utsatta på den internationella marknaden.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1	INLEDNING	1
1.1	BAKGRUND.....	1
1.2	PROBLEMSTÄLLNING OCH PROBLEMFORMULERINGAR	2
1.3	SYFTE	2
1.4	AVGRÄNSNINGAR	2
1.5	DISPOSITION	2
2	METOD	4
2.1	TEORETISK UTGÅNGSPUNKT	4
2.2	UPPSATSENS ANGREPPSSÄTT	4
2.3	DEN DESKRIPTIVA DELEN	5
2.3.1	<i>Sekundärdata</i>	5
2.3.2	<i>Källkritik av sekundärdata</i>	6
2.3.3	<i>Metod för sammanställning och redogörelse av teori</i>	6
2.4	INTERVJUSTUDIerna.....	7
2.4.1	<i>Val av intervjupersoner</i>	7
2.4.2	<i>Skapande av manuskript</i>	8
2.4.3	<i>Utförande av intervju</i>	9
2.4.4	<i>Metod för sammanställning och redogörelse av intervjustudierna</i>	10
2.4.5	<i>Källkritik av primärdata</i>	11
2.5	DEN NORMATIVA DELEN	11
3	SITUATIONEN KRING RÖSTVÄRDESDIFFERENSER.....	12
3.1	SVERIGE	12
3.1.1	<i>Bakgrund och utveckling</i>	12
3.1.2	<i>Gällande rätt om röstvärde för aktier</i>	13
3.1.3	<i>Situationen idag</i>	14
3.1.3.1	<i>Situationen i Sverige generellt</i>	14
3.1.3.2	<i>Ericsson</i>	15
3.2	UTLÄNDSKA RÄTTSSYSTEM	17
3.2.1	<i>Nordisk rätt</i>	17
3.2.2	<i>Kontinental rätt</i>	18
3.2.3	<i>Anglo-amerikansk rätt</i>	18
3.3	EU	19
3.3.1	<i>Bakgrund</i>	19
3.3.2	<i>Det 13:e bolagsdirektivet – ”takeover-direktivet”</i>	20
3.3.2.1	<i>Förslagets innehåll</i>	20
3.3.2.2	<i>Påverkan på svenskt näringsliv</i>	22
3.3.2.3	<i>Ersättningsproblematiken</i>	23
3.3.2.4	<i>Utsikterna för förslaget</i>	23
4	PROBLEMATIKEN MED RÖSTVÄRDESDIFFERENTIERING	25
4.1	PRINCIPEN EN AKTIE, EN RÖST	25
4.2	PRINCIPEN OM AVTALSFRIHET	25
4.3	BEHOVET AV ETT AKTIVT ÄGANDE	26
4.4	BEHOVET AV LÅNGSIKTIGHET OCH STABILITET	28
4.4.1	<i>Långsiktighet och stabilitet i ägandet</i>	28

4.4.2	<i>Långsiktighet och stabilitet i styrelsen</i>	31
4.5	RÖSTVÄRDESDIFFERENSERS PÅVERKAN PÅ AKTIEVÄRDET	32
4.5.1	<i>Inledande kommentarer</i>	32
4.5.2	<i>Motståndarnas argument</i>	32
4.5.3	<i>Förespråkarnas argument</i>	34
4.5.3.1	Skyddsmotivet	34
4.5.3.2	Ägarmotivet.....	35
4.5.3.3	Premiemotivet	35
4.6	UTLÄNDSKT RISKKAPITAL	36
4.6.1	<i>Behovet av utländskt riskkapital</i>	36
4.6.2	<i>Risken med ett ökat utländskt inflytande</i>	37
4.7	SMÅ OCH MEDELSTORA FÖRETAG	38
5	KONSEKVENSER AV ETT AVSKAFFANDE AV RÖSTVÄRDESDIFFERENSER.....	41
5.1	ERSÄTTNING TILL A-AKTIEÄGARNA	41
5.2	OMSTÄLLNINGAR I ÄGANDET	42
5.2.1	<i>Förändring i aktivitet bland marknadens aktörer</i>	42
5.2.2	<i>Relationen ägare - ledning</i>	42
5.2.3	<i>Inverkan på ägandet</i>	43
5.2.4	<i>Alternativa kontrollmekanismer</i>	43
5.2.4.1	Korsvist ägande	44
5.2.4.2	Pyramidbyggande.....	44
5.3	RISKKAPITALANSKAFFNING.....	45
5.3.1	<i>Positiva effekter</i>	45
5.3.2	<i>Negativa effekter</i>	45
5.4	TVÅ FÖRETAG SOM AVSKAFFAT RÖSTVÄRDESDIFFERENSER	46
5.4.1	<i>Electrolux</i>	46
5.4.2	<i>SKF</i>	47
6	INTERVJUSTUDIER	48
6.1	JACOB PALMSTIERNA	48
6.2	PER SAMUELSSON.....	51
6.3	RAMSAY BRUFER	53
6.4	LARS MILBERG.....	56
6.5	MATS QVIBERG	59
6.6	ANALYS AV INTERVJUER	62
7	SLUTSATSER	64
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING.....	72
	OFFENTLIGT TRYCK	72
	LITTERATUR.....	72
	ARTIKLAR OCH ÖVRIGT TRYCK	72
	INTERNETKÄLLOR	74
	MUNTliga KÄLLOR.....	74
	BILAGA 1.....	75

1 INLEDNING

Detta kapitel anger framställningens huvudsakliga innehåll och ger läsaren en introduktion till ämnet. Problemformuleringar samt problemställning framförs och syftet presenteras. Därefter redogörs för vilka avgränsningar som gjorts. Avslutningsvis ges en översiktlig beskrivning av uppsatsens disposition.

1.1 Bakgrund

Systemet med röstvärdesdifferenser i aktiebolag är och har alltid varit ifrågasatt. Åtskilliga utredningar om röstvärdesdifferenser har gjorts genom åren och flera gånger har det föreslagits att dagens regler skall ändras, men så har inte skett.

Redan 1910 gällde att en aktie skulle vara lika med en röst. Emellertid fanns det stora möjligheter för företagen att införa röstdifferenser i sin bolagsordning. Flera företag begagnade denna möjlighet, vilket ledde till att företagen fick två typer av ägare, A-aktieägare med stor makt och mindre inflytelserika B-aktieägare.

Bruket av aktier med olika rösträtt ökade efter första världskriget. Vid deflationskrisen 1919 och Kreugerkraschen 1932 hamnade många svenska storföretag i bankernas ägo. I samband med kraschen förbjöds bankerna att äga aktier. Företagen övergick då till att ägas av investmentbolag som hade en nära relation till bankerna, exempelvis Investor, Providentia, Industrivärden och Custos. Många av de rösträttsskillnader som finns idag skapades när investmentbolagen tvingades släppa in nya ägare för att finansiera företagen.¹ Flera bolag utnyttjade möjligheten att skapa röstvärdesdifferenser och röstvärdesskillnader på upp till 1:1000 mellan olika aktieslag instiftades.²

På senare tid har debatten om röstvärden återigen intensifierats. Bakgrunden till detta är bland annat ett direktivförslag från EU som föreslår att principen en aktie, en röst skall gälla i hela den Europeiska unionen. Detta skulle påverka den svenska lagstiftningen och därmed det svenska näringslivet på så sätt att man skulle tvingas förbjuda röstvärdesdifferentiering. Förslaget har väckt starka reaktioner, bland annat har den svenska regeringen gått ut starkt och uttalat att man tänker säga nej till EU:s förslag.

Ett antal skäl som bidragit till att frågan om röstvärdesdifferentiering hamnat i fokus är det faktum att Ericsson nyligen meddelade att företaget kommer att genomföra en nyemission. Det finns en risk för att investerare inte kommer att ställa upp med det kapital som behövs i Ericsson, om inte det röstvärdessystem som Ericsson tillämpar idag ändras. Idag har A-aktieägarnas aktier tusen gånger fler röster än B-aktieägarnas.

¹ Affärsvärlden "Sista striden det är..." 2001-02-21

² SOU 1986:23, s. 41

1.2 Problemställning och problemformuleringar

I affärspress och tidskrifter har man under det senaste året kunnat följa en diskussion kring ämnet röstvärdesdifferentiering. Vad är det egentligen debatten botten i? Vilka regler finns beträffande röstvärdesdifferentiering? Vad är det som gör att ämnet är så intressant just nu?

Debatten kring röstvärdesdifferenser är i viss mån svår att följa. Argumentationen är ofta mycket partisk och det är svårt att få en allsidig bild av problematiken. Det är svårt att se vilken tyngd de argument som framförs egentligen har. Det blir därför intressant att utreda hur fenomenet röstvärdesdifferentiering egentligen ser ut och gå ”på djupet” av problematiken för att utreda de olika argumentens tyngd och därmed debattens egentliga innehåll. Vad är den egentliga problematiken rörande röstvärdesdifferentiering? Vilka konsekvenser skulle uppstå vid ett borttagande av röstvärdesdifferenser?

1.3 Syfte

Framställningen syftar till att utreda, beskriva samt utvärdera den argumentation som idag förs rörande röstvärdesdifferenser i Sverige.

1.4 Avgränsningar

Uppsatsen tar i begränsad omfattning upp aktiebolagsrättsliga problem som är närliggande röstvärdesdifferenser. Oftast rör detta sig om frågor för vilka bestämmelserna om röstvärdesdifferenser får konsekvenser. Dessa frågor tas endast upp mycket kortfattat och med avsikt att redogöra för dem endast på det sätt de har betydelse för bestämmelserna om röstvärdesdifferenser. Bestämmelser om skattefri utdelning tas inte upp i framställningen av utrymmesskäl.

Uppsatsen tar i viss mån upp förhållanden kring röstvärdesdifferenser i andra länder men detta görs översiktligt och främst i ett komparativt syfte.

1.5 Disposition

Uppsatsens andra kapitel beskriver den metod som vi använt oss av för att genomföra arbetet. Bland annat beskrivs ingående den intervjuemetod vi använt oss av i empirikapitlet samt tillvägagångssätt vid insamling och bearbetning av information.

Framställningens tredje kapitel består av en redogörelse för hur förhållandena kring röstvärdesdifferenser ser ut. Här redogörs först utförligt för regelverk samt situationen bland företag i Sverige. Särskilt ägnas Ericsson utrymme. Vidare redovisas för några andra länder på samma sätt men mer översiktligt. Kapitlet avslutas med att utvecklingen inom EU redovisas.

Problematiken med röstvärdesvärdesdifferentiering går ingående igenom i kapitel fyra. Avsnittet inleds med en beskrivning av principen en aktie, en röst och principen om avtalsfrihet. Därefter diskuteras behovet av ett aktivt ägande samt behovet av långsiktighet

och stabilitet i ägarfunktionen respektive bolagsstyrelsen. Röstvärdesdifferentierings påverkan på aktievärdet följer och denna del åskådliggörs med ett sifferexempel. Därpå ges en beskrivning av de argument som rör utländskt inflytande i svenska företag. Kapitel fyra avslutas med en redogörelse av de små och medelstora företagens situation i kombination med röstvärdesdifferentiering.

Femte kapitlet åskådliggör de konsekvenser som uppstår av ett avskaffande av röstvärdesdifferenser. Kapitlets första del behandlar problematiken rörande ersättning till A-aktieägare vid ett borttagande av röstvärdesdifferenser. Därefter fokuserar nästa del på omställningar i ägandet, hur aktiviteten i bolagen förändras vid ett röstdifferensavskaffande, relationen mellan ägare och ledning och alternativa kontrollmekanismer. Vidare görs en redogörelse av konsekvenser för riskkapitalanskaffning. Kapitlet avslutas med en kort redogörelse av Electrolux och SKF, som under sent nittiotal ändrade sitt röstvärdessystem från 1:1000 till 1:10.

I det sjätte kapitlet i vår framställning har vi placerat empiriavsnittet. Här återges de intervjuer som genomförts med fem personer ur näringslivet och konkluderas med en analys där intervjupersonernas argument och åsikter granskas och diskuteras.

Uppsatsen avslutas med det sjunde kapitlet där en mera normativ analys av de fakta som åskådliggjorts tidigare i uppsatsen, görs. I denna del kommer även våra egna tankar och åsikter att framföras. Kapitlet sammanfattar uppsatsen som helhet.

2 METOD

Detta kapitel beskriver hur framställningen med utgång ifrån problemformuleringen uppnår sitt syfte. Metoden inleds med att fastställa den teoretiska utgångspunkt som valts och vidare presenteras framställningens angreppssätt. Därefter har metoden delats in i två delar. Först har den deskriptiva delen med efterföljande källkritik presenterats. Därpå följer en noggrann genomgång av intervjustudierna och källkritik av dessa. Vi vill påpeka att källkritiken gjorts efter varje del för att underlätta för läsaren och för att öka förståelsen. Metodkapitlet avslutas med en kort beskrivning av den normativa delen i uppsatsen – analyserna.

2.1 Teoretisk utgångspunkt

Den metod som används för framställningen har valts med utgångspunkt i uppsatsens syfte och problemställning. Då problemställningarna är av olika art är det nödvändigt att använda sig av en kombination av olika metodiska angreppssätt på så sätt att de olika delarna av uppsatsen behandlas på olika sätt.

För att systematiskt kunna angripa ämnet har valts en induktiv metod. Utmärkande för denna är att den utgör en form av ”upptäckens väg”.³ Detta innebär bland annat att nya frågor kan uppstå efter hand och då kan sättas i sitt sammanhang och behandlas. Den induktiva metoden ”försvåras” i viss mån av förekommande föreställningar hos undersökaren. Det är dock inte möjligt att helt utan föreställningar gå in i ett arbete, redan vid utarbetandet av problemställningar och syfte krävs teoretisk kunskap och vid erhållandet av denna skapar sig den undersökande föreställningar. Enbart vetenskapen om detta leder emellertid till medvetenhet som gör att förutsättningarna förbättras för att kunna göra en så objektiv undersökning som möjligt.

2.2 Uppsatsens angreppssätt

Inom samhällsvetenskapen skiljs mellan två metodiska angreppssätt, kvalitativ respektive kvantitativ metod. Dessa skiljer sig åt framför allt beträffande på vad sätt siffror och statistik används i undersökningen.⁴ Föreliggande uppsats använder endast i liten mån siffror och statistik, vilket innebär att den främst är av kvalitativ art. Den kvantitativa delen som är av mycket begränsad omfattning, består framför allt i att redovisa viss statistik beträffande hur förekomsten av röstvärdesdifferenser ser ut i svenska företag idag.

Uppsatsen har primärt ett förstående syfte. Genom att samla information på olika sätt, åsyftas en djupare förståelse av fenomenet röstvärdesdifferenser och på så sätt kunskap nog att kunna beskriva det sammanhang fenomenet inryms i. Detta är utmärkande för en kvalitativ metod.

³ Holme, Idar Magne, Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik Om kvalitativa och kvantitativa metoder* (1997), s. 51

⁴ *ibid*, s. 13

Kvalitativ metod kännetecknas även av en närhet till forskningsobjektet.⁵ Denna närhet erhålls till stor del genom intervjustudier i vilka det blir extra viktigt att se fenomenet röstvärdesdifferenser inifrån. Den kvalitativa forskningsprocessen och framväxten av de resultat som kommer därav sker i ständig växelverkan mellan teori och empiri, mellan forskare och undersökningsspersoner.⁶ Detta sker i framställningen när litteraturstudier av teoribildning varvas med litteratur- och artikelstudier av verkliga exempel samt med intervjustudierna.

2.3 Den deskriptiva delen

2.3.1 Sekundärdata

Innan en undersökning påbörjas är det nödvändigt att utveckla en teoretisk förståelse av problemet för att kunna utarbeta frågeställning och utforma studiens upplägg.⁷ Då ämnet röstvärdesdifferenser till största delen saknar erkänd och författad teori, har sökandet efter källor varit en lång och aningen svår process. De källor vi använt oss av är alla offentliga men av både personlig karaktär, exempelvis tidningsartiklar och institutionell karaktär till exempel Statens Offentliga Utredningar, lagstiftning, vetenskapliga rapporter och EU-rapporter. Därutöver har vi erhållit information från ett antal företagshemsidor på Internet. Långt mer material än det som anges i källorna har använts för bakgrundskunskaper, bland annat juridiska examensarbeten, utländska utredningar och artiklar.

De deskriptiva momenten varvas fortgående med klassificerande samt komparativa moment på så sätt att den deskriptiva bilden så långt möjligt appliceras på verkliga och ofta aktuella fall. Detta sker dels för att få en ökad förståelse för det som beskrivs och dels för att ambitionen med uppsatsen ständigt är att skildra fenomenet i ljuset av dagens debatt.

För de klassificerande och komparativa inslagen har framför allt artiklar en särställning som källa då det material som finns i ämnet är mycket aktuellt och därmed ofta endast går att finna i artiklar.

De källor vi använt oss av är såväl normativa (värderande) som kognitiva (berättande). Det är viktigt att vara uppmärksam på detta i analysen av källorna för att kunna vara tillräckligt källkritisk. Först när en klassificering av en källas karaktär avgjorts kan nämligen dess vikt vid efterföljande analys fastslås.⁸

⁵ Holme, Idar Magne, Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik Om kvalitativa och kvantitativa metoder* (1997), s. 92

⁶ *ibid.*, s. 98

⁷ *ibid.*, s. 17

⁸ *ibid.*, s. 130ff

2.3.2 Källkritik av sekundärdata

Det är av stor vikt att man vid författande av en uppsats är kritisk till de källor som används. Detta betyder inte att de måste underkännas, utan att man ska titta på källorna i relation till de områden de ska användas inom.⁹

Det bör påpekas att uppsatsen är skriven under begränsad tid och att möjligheten till materialinsamling och sammanställande varit starkt inskränkt. Detta har lett till att insamlade data inte kunnat granskas och värderas i den utsträckning som kanske önskats. En kritisk undersökning av källorna har dock i största möjliga mån gjorts.

Grunderna angående röstvärdesdifferentiering har hämtats från SOU och dessa, anser vi, vara utredningar med stor tyngd i. Mycket av det insamlade materialet härrör från svenska affärstidningar. Grunden till detta är att vår framställning syftar till att beskriva en debatt och då denna debatt förs i affärspressen faller sig valet av källa naturligt. Vi vill påpeka att de artiklar vi använt oss av, många gånger har baserats på samma utsagor. Man skulle därför kunna ifrågasätta om artiklarna, som källor, är oberoende av varandra, något som är viktigt att beakta vid källhantering. Vi hävdar dock att de artiklar som använts noga avstämts med övriga källor, såsom utredningar gjorda i Sverige respektive EU, lagstiftning och intervjuer. Vi har sett en stor samstämmighet mellan källorna och drar därav slutsatsen att de artiklar vi använt är adekvata och lämpliga att i sammanhanget. De källor som vi misstänkt ha bristande kvalitet, har vi avstått ifrån.

2.3.3 Metod för sammanställning och redogörelse av teori

Vid en första anblick kan det kanske te sig som om vi i vår framställning har haft svårt att avgränsa ämnet och att uppsatsen därför blivit för bred och generell. Vi hävdar dock bestämt att alla avsnitt är nödvändiga i arbetet. För att kunna skapa en förståelse för ett ämne så komplext som röstvärdesdifferenser, krävs nämligen att man som läsare är insatt i och förstår den situation som omger och orsakar det specifika problemet. I förevarande fall är det omgivande området särskilt viktigt och dessutom komplicerat, varför det kräver en noggrann genomgång. Om något av de avsnitt vi behandlat exkluderats från framställningen, hade argumenten för och emot röstvärdesdifferentiering aldrig uppnått den tyngd som de har i befintlig version. Argumenten måste för att uppnå full effekt redovisas i sitt sammanhang.

I den deskriptiva delen har vi valt att först redogöra för förhållandena i Sverige för att ge en god bas till den fortsatta läsningen. Lagstiftningen rörande rösträttsdifferenser och därtill närliggande områden behandlas ingående för att sätta ämnet i sitt sammanhang. Den del av avsnittet som sedan behandlar situationen i några andra länder är mycket översiktlig, då denna endast är avsett att verka i ett komparativt syfte. När vi sedan redovisar utvecklingen inom EU samt det förslag till EG-direktiv som utarbetats av en expertgrupp och som är bakgrunden till mycket av den debatt som förs idag i ämnet, är vi medvetna om att detta är ett komplicerat kapitel. Expertsgruppens förslag är mycket komplicerat och texten är juridisk. Vi har i största möjliga mån förenklat förslaget's innebörd när vi redogör för denna. Emellertid har det funnits

⁹ Rienecker, Lotte, Jørgensen, Peter Stray, *Att skriva en bra uppsats* (2002), s. 143

en gräns för hur långt förenklingen kunnat gå. Den borte gränsen för detta är när man inte längre återger den precisa innebörden för förslaget. Vi anser att vi sträckt oss så långt möjligt för att fortfarande kunna ha ambitionen att återge förslaget så korrekt som möjligt. Vi är dock medvetna om att detta kapitel är komplicerat och svårt och vi kan bara mana till tålamod i läsningen.

Problematikavsnittet har vi valt att presentera de argument som framförs av förespråkarna för röstvärdesdifferentiering, tillsammans med de argument som uttrycks av motståndarna, det vill säga de som ställer sig negativa till differenser i rösträtt. Anledningen är att många av de argument som presenteras i avsnittet kan användas av såväl förespråkare som motståndare, beroende på hur en specifik situation tolkas. Det blir därför lättare att få en god inblick i resonemanget när de grunder som de båda sidorna anför, belyses gemensamt.

I ett avsnitt i problematikkapitlet (se 4.5 nedan) förekommer ett exempel baserat på en beräkning ur uppsatsen "Bör aktier med olika rösträtt avskaffas" skriven av Clas Bergström och Kristian Rydqvist. Exemplet ger en mycket detaljerad bild av hur aktievärdet påverkas vid röstvärdesdifferentiering. Detta ämne är mycket viktigt för vår framställning. Vi vill dock direkt i metoden poängtera att exemplet vid första anblick kan verka svår och komplicerat. Det kan vara nödvändigt att läsa och arbeta igenom texten mer än en gång för att kunna följa och tillgodogöra sig exemplet.

I konsekvenskapitlet redogörs för de följder som ett avskaffande av röstvärdesdifferenser skulle kunna orsaka. Avsnittet är på intet sätt uttömmande då det med all säkerhet skulle kunna uppkomma konsekvenser som vi inte känner till idag. Kapitlet får också en viss spekulativ art såsom alltid när ett resonemang förs om vad som eventuellt skulle kunna bli en följd av något. En mindre studie om två företag som tagit bort röstvärdesdifferenser är emellertid avsedd att exemplifiera hur konsekvenser av ett avskaffande av röstvärdesdifferenser skulle kunna se ut.

2.4 Intervjustudierna

Syftet med de kvalitativa intervjuerna, det empiriska material som presenteras i uppsatsen, är att öka informationsvärdet och skapa en grund för djupare och mer fullständiga uppfattningar om röstvärdesdifferenser och den debatt som förs därom. Urvalet till sådana intervjuer skall göras systematiskt utifrån vissa medvetet formulerade kriterier som är teoretiskt och strategiskt definierade.¹⁰

2.4.1 Val av intervjupersoner

Då vårt ämne ofta figurerar i tidningar och tidsskrifter till följd av sitt nyhetsvärde, valde vi att kontakta de debattörer som framträtt i media med sina åsikter och vars artiklar och analyser vi tagit del av. Vår ambition var att finna personer med olika utgångspunkter i debatten. Dessa skulle kunna ge sin version av ett vanskligt problem och därmed belysa de ståndpunkter som

¹⁰ Holme, Idar Magne, Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik Om kvalitativa och kvantitativa metoder* (1997), s. 101

förespråkarna respektive motståndarna till röstvärdesdifferentiering framhåller samt de argument som ligger bakom de olika uppfattningarna. Intervjupersonerna har därmed iklätt sig en representativ roll och verkar som talesmän för olika ställningstagande i det svenska näringslivet. På så sätt har urvalet styrts av framställningens problemställning och syfte.

Valet att endast välja intervjupersoner från näringslivet grundar sig på att vi så långt som möjligt vill undvika partipolitiska åsikter. Dessa anser vi i denna fråga inte vara fullt lika intressanta som näringslivets och då tidsåtgången har varit begränsad har vi tvingats göra ett urval.

De personer vi utsåg kontaktades och gensvaret blev mycket tillfredsställande. Följande personer har intervjuats: Mats Qviberg; VD i *Investment AB Öresund*, styrelseordförande i investmentbolaget *Hagströmer & Qviberg* samt i *Wihlborgs Fastigheter AB*, Jacob Palmstierna; Ekon. Dr h.c., tidigare styrelseordförande i *Nordbanken* (nu *Nordea*) och f.d. VD i *Skandinaviska Enskilda Banken (SEB)*, Lars Milberg; chefsjurist på *Aktiespararna*, Ramsay Brufer; ägaransvarig, *Alecta AB* samt Per Samuelsson; professor, *institutionen för handelsrätt, Ekonomihögskolan vid Lunds Universitet*.

Förutom de kontakter som resulterade i intervjuer, söktes bland annat Carl Hamilton för att representera motståndssidan till röstvärdesdifferenser. Carl Hamilton avböjde förfrågan om intervju och hänvisade oss till Mats Qviberg. Dessutom kontaktades Industrivärden, som lät meddela att man inte hade möjlighet att bidra till uppsatsen och Investor, som dessvärre inte alls svarade på den e-post vi skickade. De båda företagen är, genom sina innehav i Ericsson, i allra högsta grad delaktiga i den debatt som förs rörande differenser i röstvärden. Uppsatsen torde visserligen tillföras argument från dessa parter som skulle kunna vara givande, men vi anser ändå inte att parterna skulle tillföra något som skulle påverka framställningen som helhet.

2.4.2 Skapande av manuskript

Vid en frågeundersökning i kvalitativ anda används enkäter och intervjuer mest frekvent. Skillnaden mellan dessa består i hur tillvägagångssättet för informationsinsamling är uppbyggt. Vid en enkät skapas ett frågeformulär som respondenten får fylla i på egen hand. Vid intervjuundersökningar ställer intervjuaren frågor och registrerar sedan svaren själv.¹¹

Intervjumetoden skapar en närmare kontakt mellan intervjuare och respondent än enkätmetoden gör och detta är den främsta anledningen till att intervjuförfarandet valts.

De två typerna av intervjuundersökningar – personlig intervju och telefonintervju kan tilldelas både positiva och negativa sidor. Vad gäller personliga intervjuer ligger styrkan i den direkta kontakt som uppstår med intervjuobjektet. Bland annat kan mimik och kroppsspråk ges som exempel på fördelar. Telefonintervjuer, å sin sida, har inte en särdeles personlig karaktär, men

¹¹ Holme, Idar Magne, Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik Om kvalitativa och kvantitativa metoder* (1997), s. 173

är tidsbesparande och mindre resurskrävande.¹² Då vi värdesätter närheten till våra intervju-personer för att uppnå en så riktig bild som möjligt av dem och den fakta de delar med sig, har den personliga intervjutypen valts.

Vid utformning av ett intervjumanuskript krävs en avvägning mellan forskarens behov av information och mängden tid och engagemang som respondenten är villig att ge för intervjun. Givetvis varierar denna mängd kraftigt beroende på intervju-person, men generellt sett ökar bortfallet av information märkbart såvida intervjuens omfattning blir för stor. Risken är då överhängande att de svar som presenteras blir mindre seriösa.¹³ Följaktligen krävdes stor flexibilitet från vår sida vid skapandet av det formulär som kom att fungera som grund för våra intervjuer. Detta för att generera en balans mellan den fakta vi ämnade få och den intervju-personerna hade för avsikt att ge.

Intervjuerna förbereddes på så sätt att alla intervjuade personer ställdes ungefär samma frågor men i övrigt var metoden relativt informell. Detta kan göra att svårigheten ökar när materialet skall analyseras men en friare metod krävs i detta sammanhang.

En av de mest angelägna reglerna vad gäller intervjuens uppbyggnad är den ordning som intervjuarna ställer sina frågor.¹⁴ För att undvika att intervju-personerna skulle känna sig blockerade och hämmade av alltför svåra eller närgångna frågor valde vi att inleda frågesamtalen med faktainriktade frågor som därmed fick karaktären av uppvärmning. Vi valde därefter att placera de mer kontroversiella spörsmålen, som exempelvis värderingar, senare i intervjun. Slutligen avrundade vi intervjuerna på ett lättsamt och fritt sätt, vilket gav ett behagligt slut på frågestunden.

Något som noga måste beaktas vid en intervju är att de svar som erhålles ofta är färgade av det sammanhang som frågan ställs i.¹⁵ Här är det viktigt att formuleringen av frågorna sker med en objektiv prägel. Våra intervju-föremål är personer, många av dem offentliga, från näringslivet, med stor erfarenhet av media samt god kunskap om officiella uttalanden och dess verkan. Intervju-personernas rutin och kunnande anser vi har lett till att de svar vi fått är trovärdiga och av god kvalitet.

Det intervjumanuskript som skapades för att användas som underlag vid våra intervjuer åskådliggörs i bilaga 1.

2.4.3 Utförande av intervju

Innan vi träffade våra intervju-personer hade vi endast kortfattat förklarat vilka vi var och i vilket syfte vi ville göra intervjun. Ingen av de intervjuade ville ha frågorna innan själva

¹² Holme, Idar Magne, Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik Om kvalitativa och kvantitativa metoder* (1997), s. 173

¹³ *ibid.*, s. 174

¹⁴ *ibid.*

¹⁵ *ibid.*, s. 175

mötet, vilket vi ansåg var positivt och till vår fördel då det skulle innebära att risken för tillrättalagda och alltför överlagda svar kunde undgås.

Frågan om vi skulle använda bandspelare under intervjuerna i Stockholm kom upp. Diskussion uppstod och slutligen fattades beslutet att vi inte skulle använda oss av bandspelare. Anledningen till vårt beslut är att en bandspelare i en del fall kan verka hämmande och leda till att vissa fakta utelämnas av intervjupersonen. Vår ambition med uppsatsens empirikapitel är att belysa frågan om röstvärdesdifferenser ur olika perspektiv och vi ansåg vid beslutet att personligt färgade och icke diplomatiska svar vore det bästa för vår framställning. Dessa bemötanden framkallas lättast i en bandspelares frånvaro.

Att föra en intervju samtidigt som det finns ett behov av att anteckna det som sägs, kan ofta vara en smula problematiskt, då en avvägning mellan att lyssna och att skriva är nödvändig. Med största sannolikhet är det av vikt för utgången av intervjun att visa för intervju personen att man aktivt lyssnar och visar intresse. Vi valde att, växelvis, låta en av oss sköta frågestunden medan den andre antecknade och ställde kompletterande frågor. Metoden gjorde att vi fick en god och personlig kontakt med intervjupersonen och på bästa sätt kunde få ut den information som vi kommit för att erhålla.

2.4.4 Metod för sammanställning och redogörelse av intervjustudierna

En grov sammanställning gjordes gemensamt omedelbart efter intervjuerna för att reducera risken för att utelämnas fakta samt för att eliminera missförstånd mellan oss och intervjupersonen. Därefter skrevs intervjuerna ut till färdig text. Detta gjordes två dagar efter intervjuerna utförts. Det som framkommit under intervjuerna har redogjorts för på ett så korrekt sätt som möjligt. Citat har använts för att ge stringens till intervjuerna.

Enligt en överenskommelse på initiativ av oss, skickades de sammanställda intervjuerna till respektive intervjuperson. Detta för att de intervjuade skulle ges en chans att upptäcka eventuella missuppfattningar och en möjlighet att rätt till dessa. Inga omfattande ändringar gjordes. I ett dokument fick vi klippa bort ett par uttalanden på grund av offentlighetsskäl, i ett annat dokument gjordes endast ett fåtal tillägg. Två av intervjupersonerna valde att inte alls kommentera vår text. Trots att intervjupersonerna gavs möjlighet att ha invändningar på den färdigskrivna texten, vill vi poängtera att det i slutändan var vi själva som beslöt om vad som skulle införas i uppsatsen respektive utelämnas. Vi anser därför att intervjupersonerna inte har påverkat framställningen negativt genom att censurera sig själva och undanhålla vissa fakta.

Sammanfattningsvis vill vi säga att vi är mycket nöjda med intervjuerna och den information som delgivits oss. Vi är övertygade att vår noga planering av intervjuernas upplägg gav stor utdelning och antas vara en av de mest betydelsefulla faktorer som bidragit till att resultatet blivit så lyckat. Den noggrannhet som genomsyrat vårt arbete med intervjuerna, såväl före som under och efter utförandet, bidrar till den höga reliabiliteten¹⁶ i uppsatsen.

¹⁶ se vidare; Holme, Idar Magne, Solvang, Bernt Krohn, *Forskningsmetodik Om kvalitativa och kvantitativa metoder* (1997), s. 173

2.4.5 Källkritik av primärdata

Som tidigare nämnts (se 2.3.2 ovan) är det viktigt att utvärdera sina primärkällor. I detta fall utgörs dessa av de intervjuer som utförts.

Många gånger kan personer i näringslivet ta en viss ställning rörande en fråga därför att det gynnar honom personligen och inte för att det främjar svenskt näringsliv eller samhällsnyttan. Detta kan leda till att de uttalanden som görs bli av sämre kvalitet och att de blir mindre lämpliga i sammanhanget. Vi är medvetna om att våra källors personliga åsikter spelar en viktig roll i de uttalanden som gjorts, men ser inte detta som ett problem för uppsatsen som helhet eftersom argumenten speglar en ståndpunkt i samhället. Källorna vi valt fungerar som representanter för dessa ståndpunkter. Dessutom kan intervjupersonernas utsagor vidimeras av den teori vi använt i kapitel tre, fyra och fem.

2.5 Den normativa delen

Uppsatsens normativa del bygger på en utvärdering som vi har gjort utifrån det material som framkommit i uppsatsens tidigare delar. Vi utvärderar argumenten var för sig i sitt sammanhang. Avsikten är inte att finna ett ”rätt” eller ”fel” vad gäller röstvärdesdifferenser eller dra några egentliga slutsatser rörande huruvida rösträttsdifferenser bör finnas kvar i Sverige eller inte, utan bara att utvärdera de argument som framkommer i debatten och mot bakgrund av denna förklara och klassificera olika ståndpunkter som förekommer i ämnet. De slutsatser vi presenterar har växt fram och mognat under arbetet med uppsatsen för att sedan formuleras i ord och då få sin slutgiltiga form. De slutsatser vi drar kan testas mot den teori som tidigare i uppsatsen redogjorts för och teorin kan stödja de gjorda påståendena. Denna metod är särskilt användbar när det publicerats mycket material med angränsande problemhantering. Vi avslutar den normativa delen med att ange en mycket försiktig ståndpunkt rörande vår åsikt i dagsläget vad gäller röstvärdesdifferenser. Vår avsikt är att uppsatsen och främst den normativa delen skall bidra till att öka den allmänna kunskapsmassan.

3 SITUATIONEN KRING RÖSTVÄRDESDIFFERENSER

Kapitlet inleds med en redogörelse av förhållandena i Sverige. Här tas bland annat upp relevant lagstiftning samt situationen på Stockholmsbörsen vad gäller röstvärdesdifferenser. Särskilt ägnas Ericsson utrymme. Därefter följer en komparativ del i vilken förhållanden i några andra länder tas upp. Kapitlet avslutas med att utvecklingen inom EU redovisas.

3.1 Sverige

3.1.1 Bakgrund och utveckling

I de första svenska aktiebolagslagarna från 1848 och 1895 fanns inga inskränkningar i rätten att ge ut aktier med olika röstvärden. Enligt 1910 års aktiebolagslag gällde att varje aktie, för vilken rösträtt fick utövas, berättigade till en röst. Emellertid var möjligheterna obegränsade att i företagens bolagsordning införa bestämmelser om röstvärdesdifferenser mellan olika aktieslag. Bruket av rösträttsdifferentierade aktier ökade efter första världskriget och flera bolag skapade rösträttsdifferenser som var så stora som 1:1000.¹⁷

I förarbetena till 1944 års aktiebolagslag tog lagstiftaren en helt ny ståndpunkt beträffande röstvärdesdifferenser.¹⁸ Liksom i 1910 års lag föreskrev 1944 års lag att varje aktie i bolag som huvudregel skulle berättiga till en röst, men att möjlighet skulle finnas att i bolagsordningen föreskriva olika rösträtt för olika aktieslag. I 1944 års aktiebolagslag begränsades emellertid avtalsfriheten i bolagsordningen på så sätt att skillnaden i röstvärde mellan olika aktieslag som mest fick vara 1:10. Detta innebär att i samma bolag fick skillnaden i rösträtt mellan olika aktieslag, som mest vara tio gånger.

I övergångsbestämmelserna till 1944 års lag stadgades att bolag som innan ikraftträdandet av lagen tillämpade system med röstvärdesdifferenser som var större än vad den nya lagen tillät, skulle få behålla dessa system. Den nya lagbestämmelsen blev således inte tillämplig på bolag vars bolagsordning redan tillät större rösträttsdifferenser än 1:10. Därmed fick sådana bolag även fortsättningsvis ge ut nya aktier med de i bolagsordningen föreskrivna rösträttsdifferenserna.

1975 kom en ny aktiebolagslag. Denna innebar inte några skillnader beträffande röstvärdesdifferenser jämfört med 1944 års lag eller dess övergångsbestämmelser. I lagen om införande av 1975 års aktiebolagslag stadgas att om det i ett bolag finns aktier vilkas röstvärde överstiger tio gånger röstvärdet för samtliga aktier av annat slag, bolaget får ge ut aktier med röstvärden som tillkommer redan utgivna aktier. På så sätt har det funnits en möjlighet för bolag som innan införseln av 1944 års aktiebolagslag hade stora rösträttsdifferenser, att

¹⁷ SOU 1986:23, s. 41

¹⁸ SOU 1941:9, s. 500f

behålla dem. Detta är anledningen att det fortfarande idag finns bolag i Sverige med rösträttsdifferenser på mer än 1:10.¹⁹

3.1.2 Gällande rätt om röstvärde för aktier

I aktiebolagslagen 3 kap 1 § 1 st stadgas att alla aktier i ett bolag har lika rätt. Detta är den svenska bolagsrättens huvudregel.

I paragrafens andra stycke medges möjlighet till undantag genom att i bolagsordningen bestämma att aktier av olika slag skall finnas eller kunna utges. Detta är ett uttryck för den avtalsfrihet som medges bolagen vid utformningen av bolagsordningen.²⁰

I praktiken förekommer två typer av olikheter mellan aktieslag. Dels olikheter i fråga om röstvärde och dels olikheter i fråga om andel i bolagets tillgångar och vinst.²¹ Olikheter i form av röstvärde består i att ett bolags aktier delas upp i t.ex. två slag, A- och B-aktier med föreskrift att de olika serierna har olika antal röster per aktie. Detta innebär att det antal röster som tillkommer varje aktieägare bestäms av dels det antal aktier han har och dels aktiernas röstvärde.

I bestämmelsens femte stycke begränsas möjligheten till röstvärdesdifferentiering så att röstvärdet för en aktie inte får överstiga tio gånger röstvärdet för en annan aktie. Denna regel infördes som sagt med 1944 års aktiebolagslag. Av denna regel följer också att aktier helt utan röstvärde inte är tillåtna enligt svensk rätt till skillnad från i många andra länder där preferensaktier helt utan rösträtt kan ges ut.²²

Det är emellertid förenligt med gällande rätt att låta aktier av visst slag ha lägre eller högre röstvärde i vissa frågor än aktier av annat slag. Ett exempel på detta är att ge preferensaktier lägre röstvärde än annars i frågor om utdelning. Aktier kan däremot inte ha olika röstvärden beroende på vem som äger dem.²³

I detta sammanhang skall också påminnas om att det i svensk rätt inte är tillåtet för ett aktiebolag att utge aktier med olika nominellt värde. Hade detta varit möjligt skulle begränsningen av röstvärdesdifferensernas storlek enkelt kunna kringgås.²⁴

Förutom genom röstvärdesdifferentiering av aktierna bestäms också den röststyrka som varje aktieägare berättigas, av eventuella bestämmelser i bolagsordningen om rösträttsbegränsningar på bolagsstämma. Effekten av en sådan regel kan bli såväl neutraliserande som förstärkande på röstvärdesdifferenser. Detta illustreras genom ett exempel. Antag att ett bolag har en regel om rösträttsbegränsning på bolagsstämman som innebär att

¹⁹ Bergström, Clas, Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem* (2001), s. 172

²⁰ Rodhe, Knut, *Aktiebolagsrätt* (1999), s. 128

²¹ *ibid.*

²² *ibid.*, s. 129

²³ *ibid.*, s. 132f

²⁴ SOU 1981:78 s. 78

man maximalt får rösta för 25 procent av aktierna. Om två aktieägare har lika stort aktieinnehav, t.ex. 35 procent, men den ena har sitt innehav i röststarka aktier och den andra i röstsvaga aktier, kommer en regel om rösträttsbegränsning på bolagstämman att drabba ägaren till de röststarka aktierna hårdare då denne förlorar ett stort antal röster. På så sätt verkar regeln neutraliserande på rösträttsdifferenser. Om istället exempelvis en aktieägare har 5 procent av aktierna, varav samtliga i A-aktier, och en annan aktieägare har 45 procent av aktierna, varav samtliga i B-aktier, kommer rösträttsbegränsningen att hårdast drabba den ägare som har B-aktier eftersom denna inte kan rösta för mer än 20 procent av aktierna. På så sätt ökar A-aktieägarens makt på B-aktieägarens bekostnad och rösträttsbegränsningen förstärker röstvärdesdifferentieringen. Det måste också påpekas att det inte finns några hinder mot att besluta att rösträttsbegränsningen istället för kapitalandelen skall avse rösteandelen. I sådana fall verkar bestämmelsen alltid neutraliserande på röstvärdesdifferenserna.²⁵

Det bör också nämnas att effekterna av röstvärdeskillnader påverkas av att alla beslut i bolag inte kan fattas med stöd av enkel röstmajoritet. För vissa beslut krävs exempelvis två tredjedelars majoritet och då räcker alltså inte röstmajoritet för en bolagsordningsändring skall åstadkommas. Detta neutraliserar rösträttskillnaderna i dessa beslut.²⁶

I sammanget måste också redogöras för de senaste utredningarna på lagstiftningsnivå om röstvärdesdifferenser. I mitten på 90-talet utfördes en utredning, "Aktiebolagets organisation"²⁷, av den så kallade Aktiebolagskommittén. I denna analyserade man frågan om röstvärdesdifferenser och kom fram till att det inte fanns anledning att ändra lagstiftningen. Regeringen delade kommitténs bedömning i propositionen och föreslog således inte någon förändring av det gällande systemet. Regeringen påpekade dock att det kunde finnas anledning att återkomma till frågan om den pågående harmoniseringen av bolagsrätten inom EU på nytt skulle aktualisera den.²⁸ Aktiebolagskommitténs senaste betänkande innebär heller inte någon praktisk förändring från gällande rätt i frågan om röstvärdesdifferenser.²⁹

3.1.3 *Situationen idag*

3.1.3.1 *Situationen i Sverige generellt*

Aktier med olika röstvärden är mycket vanliga bland svenska aktiemarknadsbolag. Omkring 60 procent av Stockholmsbörsens företag använder sig av rösträttsgraderade A- och B-aktier.³⁰ Under 1990-talet har dock kunnat märkas en trend mot ett minskat bruk av röstvärdesdifferentiering i svenska bolag. 1991 hade nästan 88% av alla företag med noterade aktier givit ut aktier med skilda röstvärden. 1997 var samma siffra ungefär 65%. Nya företag som söker sig till börserna använder sig inte heller av röstvärdesdifferentiering i samma

²⁵ SOU 1981:78, s. 110f

²⁶ Bergström, Clas, Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem* (2001), s. 175

²⁷ SOU 1995:44

²⁸ Prop. 1997/98:99 s. 119f

²⁹ SOU 2001:1

³⁰ Ericson, Niclas, *EU ger inte upp tanken "en aktie, en röst"*, Sydsvenska Dagbladet, 2002-03-05

utsträckning som äldre bolag gjort.³¹ Figur 1 illustrerar röstvärdesskillnader i svenska börsbolag idag. Det är inte känt i vilken utsträckning röstvärdesdifferenser förekommer bland bolag vilkas aktier inte handlas på aktiemarknaden men mycket talar för att det bland dessa bolag är väsentligt mindre vanligt med röstvärdesskillnader.³²

Röstvärdesskillnad	Antal bolag
Ingen	149
1:2	1
1.4	1
1:5	4
1:6	1
1:10	174
1:100	1
1:1000	1
Totalt	332

Figur 1: Röstvärdesskillnader mellan olika aktieslag bland svenska aktiemarknadsbolag 2002-02-08³³

Bortsett från två bolag har alltså alla bolag som använder sig av röstvärdesdifferenser en skillnad mellan aktieslagen på maximalt 1:10. Ericsson är idag det enda bolag som har kvar en röstvärdesdifferens på 1:1000. Electrolux, SKF och ABB hade tidigare röstvärdesdifferenser på 1:1000 men har valt att ta bort dessa. Hufvudstaden har en röstvärdesdifferens på 1:100.

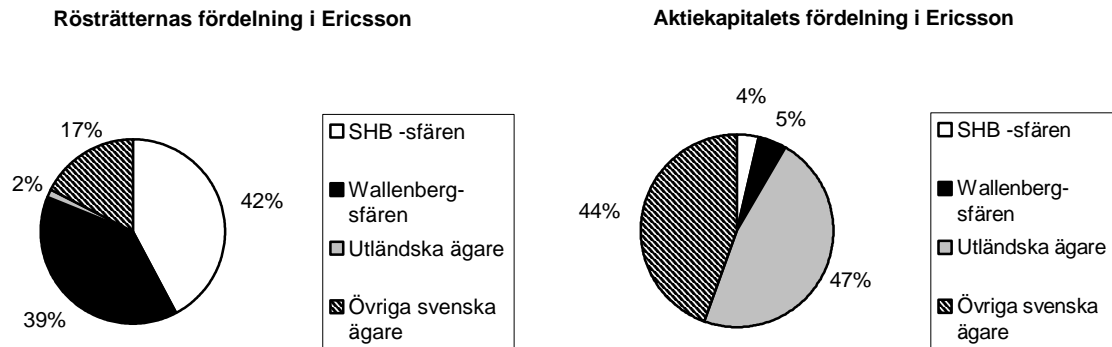
3.1.3.2 Ericsson

Ericsson är med sina stora röstvärdesdifferenser det företag som står i fokus för dagens debatt om röstvärdesdifferensernas vara eller inte vara. I Ericsson står tillsammans Investor och Industrivärden omkring 9 procent av riskkapitalet men innehar samtidigt över 80 procent av rösterna.

³¹ Bergström, Clas, Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem* (2001), s. 173

³² SOU 1995:44 s. 179

³³ Sundin, Anneli, Sundqvist, Sven-Ivan, *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag 2001* (2001)



Figur 2: Rösträtternas och aktiekapitalets fördelning i Ericsson.³⁴

Ericssons stora förlust under 2001 ställde återigen frågan om Ericssons röstvärdesdifferenser i centrum. Många institutionella ägare har uttalat att man vill se ändrad rösträtt i företaget.³⁴ När Ericssons ledning under våren klargjorde att man vill att företaget skall genomföra en nyemission, uppkom också plötsligt ett tillfälle att förändra de skilda rösträtterna. Det har på flera håll uttalats att den lämpligaste tidpunkten att göra detta skulle vara i samband med just en nyemission. Det spekuleras vilt i debatten huruvida ägarna kommer att ställa krav på en ändring i röstskillnaderna för att ställa upp med kapital till nyemissionen och många tror att så kommer att ske. Kraven skulle då kunna gå ut på såväl att ta bort röstvärdesdifferenserna helt i företaget som att dra ner dem till ett 1:10 förhållande. Situationen är jämförbar med den som Skandia befann sig i 1994. Skandia genomförde då en nyemission och tvingades ta bort rösträttsbegränsningarna efter att institutionerna ställt krav på detta för att ställa upp med pengar.³⁵ Frågan är hur Ericssons röststarka ägare skulle ställa sig till ett sådant krav på ändrad rösträtt. Investör och Industrivärden kläms i denna fråga mellan Ericssons aktieägare och de egna aktieägarna. Industrivärden har emellertid fallat beslut om att en ändring av rösträttskillnaderna i Ericsson måste beslutas på Industrivärdens egen stämma.³⁶

En förändrad rösträtt i Ericsson skulle få stora konsekvenser för Wallenberg- och Handelsbankssfären. Om B-aktierna i Ericsson skulle få tiondelsröster istället för tusendelsröster skulle de två maktblockens rösteandelar minska från omkring 40 procent vardera till omkring till omkring 20 procent. Andra ägares inställning, till exempel svenska institutioner, skulle plötsligt få en helt annan roll i strategiska frågor. Om B-aktierna i Ericsson istället skulle få lika stor rösteandel som A-aktierna skulle Ericsson med ens till 55 procent kontrolleras av utländska ägare och familjen Wallenberg och Handelsbanken skulle sitta med 4,8 respektive 4,3 procent.³⁷

³⁴ Sundin, Annelie, Sundqvist, Sven-Ivan, *Ägarna och Makten i Sveriges börsföretag 2002* (2002) s. 163

³⁴ Affärsvärlden, "Sista striden det är...", 2001-02-21

³⁵ Lindstedt, Gunnar, *Makten över företagen: Wallenbergarna i gungning*, Veckans Affärer, 2002-02-04

³⁶ <http://www.sns.se/konferen/referat/020517.htm> 2002-05-22

³⁷ Affärsvärlden, "Sista striden det är...", 2001-02-21

Ersättningsproblematiken vad gäller Ericssons eventuella förändring i röstvärden har varit mycket omdiskuterad. Ericssons chefsjurist, Carl Olof Blomqvist, menar att bolaget kommer att drabbas av stämningar om man inte ersätter A-aktieägarna vid en eventuell röstregelsändring. De amerikanska ägarna, tusentals ägare i Investor och Industrivärden samt Wallenbergsstiftelsernas förmånstagare skulle protestera och kräva ersättning. Blomqvist menar att stämningarna skulle leda till en lång och dyrbar process för Ericsson.³⁸

3.2 Utländska rättssystem

Vilka regler som gäller beträffande röstvärdesdifferenser beror till stor del på till vilket rättssystem landet hör. Generellt kan säga att det internationellt sett inte är lika allmänt förekommande med röstvärdesdifferenser som det är i Sverige.

3.2.1 Nordisk rätt

Frågan om röstvärdesdifferenser har i Danmark, Finland, Island och Sverige reglerats på liknande sätt medan Norge tagit en annan ståndpunkt. I de förstnämnda länderna förelåg under lång tid en stor frihet för företagen vad gäller röstvärdesskillnader. Som ett resultat av det samnordiska arbetet med skapandet av nya aktiebolagslagar inskränktes dock denna frihet under 1970-talet.³⁹

I Danmark gäller principen att alla aktier har samma röstvärde som huvudregel. I bolagsordningen kan emellertid föreskrivas att det i bolaget skall finnas aktier av olika slag, som skiljer sig åt i fråga om röstvärdet. Då gäller att rösträttsdifferensen får vara som högst 1:10. Aktier med olika röstvärden förekommer i praktiken i mycket stor utsträckning bland börsnoterade "aktieselskab" men till skillnad från vad som gäller i Sverige finns inga undantagsregler för bolag med stora "gamla" röstvärdesdifferenser.⁴⁰

I Finland gäller att en aktie inte får ha ett röstvärde överstigande tjugo gånger röstvärdet för en annan aktie, alltså gäller relationen 1:20. Större röstvärdesdifferenser som införts i bolag före 1980 är dock fortfarande gällande och sådana bolag får även vid en ökning av aktiekapitalet ge ut nya aktier av motsvarande slag.

I Island gäller sedan 1980 att skillnaden i röstvärde mellan aktier inte får överstiga 1 till 10.

Huvudregeln i norsk rätt är liksom i de övriga nordiska länderna att varje aktie ska berättigas en röst men att denna princip kan åsidosättas genom föreskrifter i bolagsordningen. Om sådan föreskrift finns i bolagsordningen tillåts obegränsat stora röstvärdesskillnader och även rösträttslösa aktier.

³⁸ Sundewall, Caroline, *På vems sida står Aktiespararna?*, Finanstidningen, 2000-04-04

³⁹ SOU 1986:23 s. 94

⁴⁰ SOU 1995:44 s. 128

3.2.2 *Kontinental rätt*

De kontinentala rättssystemen intar generellt sett en uttalat skeptisk attityd till röstvärdesdifferentiering. Principen ”en aktie, en röst” är i dock i flera länder försedd med undantag.

I Frankrike är huvudregeln att varje aktie berättigar till en röst och att aktier med olika röstvärden inte är tillåtna. Det är dock möjligt att i bolagsordningen föreskriva att en aktieägare är berättigad det dubbla antalet röster för sina aktier, om han innehaft aktierna i minst två år. Bakgrunden till denna regel är att man vill ge möjligheten för bolagen att stimulera långsiktigt ägande. Bolagsordningsbestämmelser av detta slag är dock mycket ovanliga, varför undantagsregeln i praktiken har relativt liten betydelse. Det är i Frankrike också möjligt att ge ut preferensaktier helt utan röstvärde men det sammanlagda antalet rösträttslösa preferensaktier får inte representera mer än en fjärdedel av det nominella aktiekapitalet i bolaget.⁴¹

I Tyskland gäller som huvudregel att alla aktier ska ha samma röstvärde. Till denna regel finns två undantag. För det första är det möjligt att efter föreskrift i bolagsordningen ge ut preferensaktier helt utan röstvärde. I så fall får de rösträttslösa preferensaktierna inte representera mer än hälften av bolagets nominella aktiekapital. För det andra kan ett bolag efter tillstånd från behörig delstatsmyndighet ge ut stamaktier med olika röstvärden. Sådant tillstånd kan ges för att värna om viktigare samhällsekonomiska intressen. Ett sådant tillstånd kan exempelvis medges för att avvärja risken för utländsk kontroll av ett visst företag eller för att säkra ett offentligt inflytande i särskilt samhällsnyttiga företag. Några federala bestämmelser om hur stora differenserna får vara finns inte.⁴² I praktiken förekommer stamaktier med olika röstvärden i mycket begränsad utsträckning i det tyska näringslivet.⁴³

3.2.3 *Anglo-amerikansk rätt*

I länder med anglo-amerikanska rättssystem tillåter lagstiftningen i allmänhet såväl obegränsat stora röstvärdesdifferenser som utgivande av aktier helt utan röstvärde.⁴⁴

I England finns inte några hinder mot att i bolagsordningen inta bestämmelser om röstvärdesdifferentierade aktier. Röstvärdesskillnaderna kan göras hur stora som helst och aktier helt utan röstvärde kan också ges ut. För registrering av röstvärdesdifferentierade aktier på London Stock Exchange finns dock vissa restriktioner. Dessa består i att det på aktierna tydligt måste framgå att de saknar rösträtt samt i att innehavarna fortgående måste erhålla viss information från bolaget. I England liksom i Sverige just nu förs en debatt kring ett eventuellt borttagande av rösträttsdifferenserna.

⁴¹ SOU 1995:44 s. 112f

⁴² SOU 1997:22 s. 167f

⁴³ SOU 1995:44 s. 102f

⁴⁴ SOU 1986:23 s. 102

Reglerna i USA kompliceras av att USA saknar en enhetlig federal aktiebolagslagstiftning. Dock bygger delstaternas egna lagstiftningar på en gemensam förlaga, Model Business Corporation Act. Denna tillåter såväl obegränsade röstvärdesdifferenser som utgivande av aktier helt utan röstvärde. De flesta delstatslagstiftningar kräver att aktier skall ha röstvärde, men uppställer inga begränsningar i fråga om storleken på röstvärdesdifferenser. Den största fondbörsen i USA, New York Stock Exchange, hade tidigare en mycket restriktiv inställning till röstvärdesdifferentiering och tillät inte registrering av aktier i bolag som hade aktier utan röstvärden eller med starkt reducerade sådana.⁴⁵ Börsen har emellertid på senare år ändrat sin policy i denna fråga och gör numera en prövning i varje enskilt fall. Flera stora bolag i USA har också aktieserier med olika rösträtt, exempel på detta är Ford, GM, Coca-Cola, New York Times och Washington Post.⁴⁶ Generellt kan sägas att i USA, röstvärdesdifferenser i första hand uppfattas som försvars- eller forskningsåtgärder mot fientliga företagsuppköp.⁴⁷

3.3 EU

3.3.1 Bakgrund

Sedan mitten av 1960-talet bedriver EG ett omfattande arbete för att harmonisera aktiebolagslagstiftningen i medlemsländerna. Harmoniseringen genomförs genom att direktiv utarbetas och antas. Dessa direktiv kallas "bolagsdirektiv". Bolagsdirektivens syfte är att skapa en minsta gemensamma skyddsnivå för aktieägare, fordringsägare samt arbetstagare i bolag hemmahörande i gemenskapen.⁴⁸ Per definition är EG:s direktiv bindande i fråga om det resultat som skall uppnås med dem, men det överlämnas till medlemsstaterna själva att avgöra hur implementeringen skall ske. Direktiven anger en tidpunkt innan vilken ändringarna i de nationella lagstiftningarna skall genomföras.

Bolagsdirektiven är idag 13 till antalet. Frågan om röstvärdesdifferentiering uppkom för första gången i det femte bolagsdirektivet, det så kallade "strukturdirektivet", som behandlar aktiebolags organisation och struktur. Det femte bolagsdirektivet lades fram första gången 1972 men medlemsländerna har fortfarande inte kunnat enas om att anta direktivet, utan det befinner sig fortfarande på förslagsstadiet. Idag aktualiseras frågan i högre grad genom det trettonde bolagsdirektivet, det så kallade "takeover-direktivet", som rör erbjudanden om övertaganden.

⁴⁵ SOU 1986:23 s. 103f

⁴⁶ Palmstierna, Jacob, *Sverige behöver A- och B-aktier*, Dagens Industri, 2002-03-23

⁴⁷ Bergström, Clas, Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem* (2001), s. 174

⁴⁸ SOU 1995:44, s. 139

3.3.2 Det 13:e bolagsdirektivet – ”takeover-direktivet”

3.3.2.1 Förslagets innehåll

Det huvudsakliga syftet med ”takeover-direktivet” är att säkerställa ett ”level playing field” för företagsuppköp inom EU,⁴⁹ dvs. att skapa regler så att möjligheten att genomföra företagsuppköp är lika inom gemenskapen. Syftet med detta är att underlätta sammanslagningar av företag inom EU,⁵⁰ något som anses nödvändigt skapandet av en integrerad kapitalmarknad inom unionen. Målet skall uppnås genom att få bort skyddande regler som skapats av regeringar och företag för att förhindra fientliga övertaganden av företag.

Det trettonde bolagsdirektivet har flera gånger varit på väg att bli verklighet men i sista stund stoppats på grund av att medlemsländerna inte kunnat komma överens. Ett fullständigt förslag lades fram i april 2001 men föll med minsta möjliga majoritet då Tyskland satte sig emot det. I september 2001 tillsatte kommissionen en expertgrupp, den så kallade ”Group of High Level Company Law experts” med uppgift att se över direktivet och förbereda ett nytt direktivförslag. Värt att kommenteras är att expertgruppen varit ledd av Jaap Winter som tidigare varit juridisk rådgivare till Unilever, ett av de företag i världen som har mest utarbetat skydd mot fientliga företagsuppköp.⁵¹ Den 10 januari 2002 presenterade expertgruppen sitt förslag ”Conclusions on the issues relating to take-over bids”. Kommissionen beräknas lägga fram ett nytt direktivförslag, baserat på expertgruppens utredning, i juni 2002.

Expertgruppen anser att en EG-reglering som skall syfta till att skapa ett ”level playing field” för företagsuppköp inom gemenskapen måste präglas av två principer. Den första av dessa är principen om ”shareholder decision-making”, vilken innebär att den slutliga bestämmanderätten vid ett uppköpsbud måste tillfalla aktieägarna och inte ledningen. Den andra principen är den om ”proportionality between risk-bearing capital and control”, vilket innebär att det i ett bolag skall vara proportionalitet mellan riskbärande kapital och kontroll.⁵² Den senare principen är den som berör möjligheterna till röstvärdesdifferenser och därför den som kommer att behandlas i framställningen.

Expertgruppen menar att kontrollrättigheter (röster) skall följa med aktiekapital som har en obegränsad rätt att ta del av företags vinst eller i resten vid likvidation, och endast med sådant aktiekapital. Kontrollrättigheter som medges skall stå i proportion med det risktagande som tas. Expertgruppen motiverar detta med att det är innehavarna av det riskbärande aktiekapitalet som är bäst lämpade att avgöra bolagets förehavanden. Detta då de slutgiltiga effekterna av deras beslut kommer att bäras av dem själva. På så sätt skall innehavaren av majoriteten av det riskbärande kapitalet i ett bolag också kunna kontrollera bolaget. Kapital- och kontrollstrukturer som ger icke-proportionella kontrollrättigheter till vissa aktieägare

⁴⁹ Press Release of the High Level Group of Company Law Experts (10 jan 2002)

⁵⁰ Ericson, Niclas, *EU ger inte upp tanken ”en aktie, en röst”*, Sydsvenska Dagbladet, 2002-03-05

⁵¹ Intervju med Jacob Palmstierna, 2002-05-15

⁵² Press Release of the High Level Group of Company Law Experts (10 jan 2002)

(exempelvis A-aktier) skall inte tillåtas hindra ett annars framgångsrikt bud på företaget.⁵³ Expertgruppen menar att genomdrivandet av proportionalitetsprincipen skulle kunna lämnas till marknadskrafterna i effektiva marknader. I effektiva marknader skulle det nämligen vara möjligt att uppskatta kapitalkostnaden i bolag med regler som avviker från proportionalitetsprincipen (regler om rösträttsdifferenser). Dessutom skulle det finnas mer effektiva alternativa möjligheter för investerare.⁵⁴ Expertgruppen menar dock att det är uppenbart att sådana effektiva marknader inte existerar i medlemsländerna och att det därför är nödvändigt att omsätta proportionalitetsprincipen i mer detaljerade regler som skall vara bindande i medlemstaterna.⁵⁵

Expertgruppen har övervägt om tillämpningen av proportionalitetsprincipen skall vara generell, dvs. om den skall gälla även när det inte är fråga om företagsuppköp. Expertgruppen framhåller att det vuxit fram olika företagsspecifika mönster i de olika länderna och att dessa visserligen kan vara mer eller mindre berättigade, men att de kan fylla flera funktioner än att skydda företag mot uppköp. Man menar därför att för att principen skall kunna ges en allmän tillämpning även utanför övertagandekontexten, alla sådana strukturer samt effekten av ett borttagande av dem, noggrant måste undersökas i sina sammanhang. Detta menar expertgruppen vara ett omfattande arbete som ligger utanför expertgruppens uppgift. Man menar också att det inte är nödvändigt om en effektiv lösning som bara riktar sig mot övertagandesituationen, går att uppnå. Expertgruppen kommer ändå fram till att en regel som skall gälla i alla sammanhang skall införas. Noterade bolag skall vara skyldiga att fullt ut avslöja sina kapital- och kontrollstrukturer. Detta menar expertgruppen är enda sättet för marknaden att bedöma företag med olika kapital- och kontrollstruktur.⁵⁶

Expertgruppen menar att man vid ett uppköpsbud kan skilja mellan två stadier som båda är en del av ett övertagande. Man anser att ett "level playing field" bara kan uppnås om proportionalitetsprincipen tillämpas i båda stadierna.

Det första stadiet är när ett bud offentliggörs och aktieägarna skall överväga hur man skall svara på budet. Här kan frågan uppkomma om ifall företaget skall vidta försvarsåtgärder mot budet. För att proportionalitetsprincipen skall få genomslag på detta stadium menar expertgruppen att aktieägarna på en bolagsstämma måste ges möjlighet att rösta om eventuella försvarsåtgärder i proportion till sin del av det riskbärande kapitalet i bolaget. Den proportionella majoriteten skall alltså bestämma.⁵⁷ Följden av detta blir alltså att man i ett sådant beslut skall bortse från att aktier har olika rösträtt och istället tillämpa lika röstvärden för aktierna.

Det andra stadiet är när ett bud gått igenom och accepterats av aktieägarna på ett sådant sätt att en köpare fått en substantiell del av det riskbärande kapitalet. För att proportionalitetsprincipen då skall få genomslag föreslår expertgruppen en så kallad

⁵³ Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, s. 21

⁵⁴ *ibid*, s. 22

⁵⁵ *ibid*, s. 23

⁵⁶ *ibid*, s. 24f

⁵⁷ *ibid*, s. 29

genombrottsregel (break through rule). Med denna menas att förvärvaren skall ges möjlighet att ”bryta igenom” sådana mekanismer i bolaget som kan hindra utövandet av proportionell kontroll. Expertgruppen föreslår att genombrottsregeln skall kunna återopas av en förvärvare som gett ett bud på alla aktier i ett bolag och som har förvärvat 75 procent av det riskbärande kapitalet. Denne förvärvare skall då ha en rätt att på bolagsstämma erhålla en mot sin kapitalandel proportionell andel av rösterna. Bestämmelser i bolagsordningen som avviker från proportionalitetsprincipen skall då bortses från. Förvärvaren skall ges möjlighet att utöva alla de grundläggande rättigheter som krävs för att kunna kontrollera företagets styre, såsom exempelvis att utse och avsätta styrelsemedlemmar samt utforma och ändra bolagsordningen.⁵⁸ Därför måste man även här bortse från aktier med olika rösträtt och istället tillämpa lika röstvärden.

Expertgruppen påpekar att vissa stater äger aktier i privata företag i det egna landet och att dessa ibland är förknippade med sådana kontrollrättigheter som avses i förslaget. Dessa aktier kallas ”golden shares”. Ofta är sådana konstruktioner ett resultat av att de aktuella företagen tidigare varit statligt ägda och sedan privatiserats men med bibehållen statlig kontroll. Expertgruppen anser inte att det finns några anledningar att skilja på företag där kontrollrättigheter innehas av privatpersoner och där de innehas av stater. Genombrottsregeln skall därför tillämpas även på gyllene aktier.

Expertgruppen undersöker också andra typer av företagsspecifika hinder mot förvärv såsom överlåtelsebegränsningar, pyramidstrukturer och korsvist ägande. Det konstateras att dessa konstruktioner bör hållas utanför genombrottsregelns räckvidd. Den huvudsakliga anledningen till detta är att expertgruppen anser att genombrottsregeln är ett inadekvat sätt att hantera dessa konstruktioner. Expertgruppen är dock noga med att poängtera att också dessa mekanismer utgör hinder mot övertagande och menar därför att det krävs undersökningar om hur de bäst kan hanteras.

3.3.2.2 Påverkan på svenskt näringsliv

Om expertgruppens förslag blir verklighet skulle det otvivelaktigt få stora återverkningar på svenskt näringsliv. Aktier med olika röstvärden förekommer ju som sagt i en stor del av de svenska aktiemarknadsbolagen. I farozonen ligger stora företag som exempelvis Ericsson, Electrolux och Trelleborg AB, som till följd av stora rösträttsskillnader kontrolleras med kapitalandelar en bra bit under 25 procent. Även i många andra företag skulle emellertid förslaget kunna medföra en påtaglig ändring i ägarförhållandena.

Röstvärdesdifferenserna kommer visserligen enligt förslaget endast att elimineras i uppköpssituationer. Så länge ett företag inte blir föremål för ett övertagande kan det alltså enligt förslaget fortsätta att tillämpa röstvärdesdifferentiering. Således är det bara bolag som riskerar att bli uppköpta som egentligen berörs av förslaget. Visserligen kan alla företag anses löpa en risk att bli uppköpta men vissa företag får anses ligga mer riskzonen än andra. Exempelvis är fientliga hot på så stora företag som Electrolux och Ericsson mycket ovanliga.⁵⁹

⁵⁸ Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, s. 33

⁵⁹ Affärsvärlden, *Ofarlig murbräcka*, 2002-01-16

En mycket vanlig åsikt inom Europa är att EU:s förslag negativt påverkar balansen mellan EU och Europa. Förslaget anses i hög grad öppna upp för amerikanska företag att köpa europeiska bolag, något som inte på något sätt var meningen med direktivet.⁶⁰

3.3.2.3 Ersättningsproblematiken

Expertgruppen har i sin utredning övervägt eventuell kompensation till aktieägare som innehar kontrollrättigheter och som förlorar dessa med tillämpningen av genombrottsregeln. Man har kommit fram till att förvärvaren av företaget i vart fall inte skall vara skyldig att utge sådan kompensation. Expertgruppen anser att förlusten av kontrollrättigheterna skulle vara resultatet av ett politiskt val (choice of public policy) som EU och medlemsstaterna fattar för att skapa ett "level playing field" inom EU. Expertgruppen tillstår dock att det kan finnas exceptionella fall där ersättning för förlusten är befogad och där innehavaren av kontrollrättigheten påvisar en skada. Expertgruppen skall därför undersöka huruvida en bedömningsprocedur skall föreskrivas för dessa fall.

Ersättningsproblematiken är den del av förslaget som har varit föremål för hårdast kritik. Ersättningsproblematiken är också generellt en mycket omdiskuterad problematik vad gäller borttagande av röstvärdesdifferenser. Detta behandlas mer utförligt längre fram i framställningen (se 5.1 nedan). Expertgruppen har ägnat mycket lite utrymme åt problematiken med ersättningen till kontrollägarna. Man ger sig aldrig in i någon diskussion rörande Europakonventionen (se 4.2 och 5.1 nedan) utan nöjer sig med att hänvisa till att förlusten av kontrollrättigheterna skulle vara ett resultat av ett politiskt val gjort av EU och medlemstaterna för att skapa ett "level playing field".

3.3.2.4 Utsikterna för förslaget

Expertgruppens förslag behandlas i skrivande stund av kommissionen som väntas lägga fram ett förslag till direktiv i slutet av maj 2002. Det är oklart huruvida kommissionens förslag kommer att innebära ett avskaffande av röstvärdesdifferenser i enlighet med expertgruppens förslag. Flera länder har visat sig skeptiska mot förslaget. Sverige har tillsammans med Danmark redan förkastat förslaget och det har påståtts att också Frankrike och Finland väntas säga nej. Om alla dessa länder skulle säga nej skulle det innebära att en blockerande majoritet skulle bildas i ministerrådet och förslaget skulle därmed ha minimala chanser att godkännas.⁶¹ Tyskland har också intagit en särställning i frågan om EU-direktivet. Landet stoppade i sista sekund det senaste direktivförslaget från att gå igenom, av anledningen att förslaget hotade det tyska företaget Volkswagen genom att göra detta mer mottagligt för uppköp. Volkswagen är ett mycket betydelsefullt företag i Tyskland. Företaget ägs till 20 procent av delstaten Niedersachsen och en särskild tysk lag ger delstaten vetorätt i fråga om fientliga bud på fordonsjätten. Tysklands förbundskansler Gerhard Schröder har i ett uttalande gjort klart att Tyskland kommer att motverka alla förslag som kan få negativa verkningar på de tyska

⁶⁰ Ollevik, Nils-Olof, *Svenska företag kan ta EU-förslag med ro*, Svenska Dagbladet, 2002-01-15

⁶¹ Ericson, Niclas, *Regeringen räddar makten i Ericsson åt Wallenberg...*, Sydsvenska Dagbladet, 2002-02-21

reglerna rörande Volkswagen.⁶² Tyskland tros kunna acceptera liberalare EU-regler vid uppköp så länge reglerna inte gäller för ett övertagande av Volkswagen.⁶³

Å ena sidan är kommissionen väl medveten om att det är nödvändigt att lägga fram ett förslag som är väl förankrat hos de olika medlemsländerna. Å andra sidan har EU-kommissionären Frits Bolkestein nyligen uttalat att det ännu inte är klart vilken väg EU kommer ta. Bolkestein betonade att det idealiska vore ”en aktie, en röst” och att detta också är kommissionens långsiktiga mål men påpekade också att risken finns att det tar lång tid innan vi uppnår detta.⁶⁴ Flera svenska experter inom ämnet har uttalat att man inte tror att utsikterna för ett förslag som innebär att länderna måste ta bort röstvärdesdifferenser, kommer att bli verklighet på mycket lång tid.⁶⁵

⁶² Schröder värnar tysk lag om begränsad aktieägarmakt, TT, 2002-02-26

⁶³ Ericson, Niclas, *EU ger inte upp tanken ”en aktie, en röst”*, Sydsvenska Dagbladet, 2002-03-05

⁶⁴ *ibid.*

⁶⁵ Ollevik, Nils-Olof, *Svenska maktbolag kan ta EU-förslag med ro*, Sydsvenska Dagbladet, 2002-01-15

4 PROBLEMATIKEN MED RÖSTVÄRDESDIFFERENTIERING

I detta kapitel presenteras problematiken med röstvärdesvärdesdifferentiering. Avsnittet inleds med en beskrivning av principen en aktie, en röst samt principen om avtalsfrihet. Därefter diskuteras behovet av ett aktivt ägande samt behovet av långsiktighet och stabilitet i ägarfunktionen respektive bolagsstyrelsen. Röstvärdesdifferentierings påverkan på aktievärdet följer och denna del åskådliggörs med ett sifferexempel. Därpå ges en beskrivning av de argument som berör utländskt inflytande i svenska företag. Kapitlet avslutas med en redogörelse av de små och medelstora företagens situation i kombination med röstvärdesdifferentiering.

4.1 Principen en aktie, en röst

Huvudargumentet för att förbjuda den nuvarande ordningen med viss avtalsfrihet kring röstvärdesdifferenser och övergå till ett system baserat på principen en aktie, en röst, brukar vara att man anser att röststyrkan och därmed inflytandet i ett bolag bör återspegla den kapitalinsats och den ekonomiska risk som aktieinnehavet i bolaget medför.⁶⁶ Man anser det vara principiellt riktigt att varje enskild aktie har en röst. Detta kan uttryckas som att lika kapitalinsats bör innebära lika risk och lika inflytande. Omvänt anses det vara principiellt felaktigt att man genom köp av röststarka aktier kan få ett stort och ofta bestämmande inflytande, utan att samtidigt ta en större proportionell risk.

Förespråkare till röstvärdesdifferentiering brukar i dessa sammanhang hävda att principen en aktie, en röst är en oriktig parallell med den gamla demokratiska principen en man, en röst. Man menar då att denna analogi med politisk demokrati är falsk av den anledningen att rösträtt i företag aldrig kan bli demokratisk på grund av att den som har störst tillgång till kapital alltid kan förvärva flest röster.⁶⁷ Detta påpekar exempelvis Jacob Palmstierna i en artikel i Dagens Industri där han också menar att de som gör sig till talesmän för principen en aktie, en röst också ser möjligheten att göra korta vinster då uppköp och sedan utarmning av ett företag kan vara en mycket god affär i det korta perspektivet.⁶⁸

4.2 Principen om avtalsfrihet

Förespråkare för röstvärdesdifferenser anför ofta rätten till avtalsfrihet som grund för att det bör vara upp till varje företag själv att bestämma huruvida röstvärdesdifferenser skall förekomma i bolaget eller inte. Man menar att avtalsfriheten är fundamental och att det varken i aktiebolagslagen eller någon annanstans finns stöd för principen att varje aktie skall medföra en röst. Därför menar man att man inte bör hindra aktieägare i ett bolag att fritt avtala om vilka röstvärden som skall knytas till vissa aktier. Många anser att A- och B-aktiesystemet motsvarar olika ägares behov och att de som vill påverka och styra förvärvar de aktier som

⁶⁶ Rodhe, Knut, *Aktiebolagsrätt* (1999), s. 129

⁶⁷ SOU 1986:23, s. 115

⁶⁸ Palmstierna, Jacob, *Sverige behöver A- och B-aktier*, Dagens Industri, 2002-03-23

har högst rösträtt medan de som inte vill ha det nöjer sig med den andra typen av aktier. Det har exempelvis påpekats att röstvärden inte har någon betydelse för småaktieägarnas intresse av att förvärva aktier, utan att avkastningen och priset på aktierna är det primära för dem. Dessa förespråkare menar att det inte finns någon anledning att inte tillåta sådana avtal. Vikten av att bevara avtalsfriheten och rörelsefriheten på riskkapitalmarknaden framhålls ofta.

Det har i dessa sammanhang också hävdats att om avtalsfriheten skall inskränkas genom lagstiftning, lagstiftaren måste ha bevisbördan för att så kan ske. Detta innebär att lagstiftaren måste åskådliggöra de negativa effekterna av möjligheten till röstvärdesdifferentiering och de positiva effekterna av ett avskaffande eller en begränsning av denna möjlighet.

I dessa sammanhang brukar behovet av transparens tas upp. Det betonas att informationen till de avtalsslutande parterna och till marknaden i övrigt måste vara både korrekt och omfattande. De olika röstvärdena på ett företags aktier måste tydligt framgå och bolaget bör sträva efter att skydda minoritetens intressen genom börsregler och annan liknande reglering.⁶⁹ Det brukar hävdas att detta är uppfyllt i de svenska företagen idag. Den som köper en A- respektive en B-aktie är helt enkelt fullt medveten om vad det innebär ifråga om kontrollen i företaget.

Förespråkare för rösträttsdifferentiering menar också ofta att B-aktieägarna får en premie för den makt de avstår och A-aktieägarna betalar för den makt de erhåller. Därför har det hävdats att avtalsrätten men också äganderätten utgör ett hinder mot att ta bort redan existerande rösträttsdifferenser. A-aktieägarna har en gång köpt sina aktier i förvisningen om att de har ett högre röstvärde och de har sannolikt också betalat för detta, menar man. Om man skulle förbjuda rösträttsdifferenser skulle rättigheter som A-aktieägaren förvärvat genom ett giltigt avtal, retroaktivt ta ifrån honom. Detta har av många ansetts vara ett ingrepp i äganderätten. Äganderätten skyddas såväl genom den svenska regeringsformen som genom tilläggsprotokollet till Europakonventionen om de mänskliga rättigheterna, som numera är en del av svensk rätt. Ett borttagande av röstvärdesdifferenserna har därför ansetts strida mot båda dessa fundamentala lagstiftningar och därför vara omöjliga eller åtminstone bara möjliga under vissa förutsättningar, såsom exempelvis mot rimlig ersättning.

Motståndarna till differentierad rösträtt gör gällande att för att argumentet om avtalsfrihet skall vara giltigt, krävs det att varje aktieägare är fullt underrättad om olika aktiers möjlighet till inflytande. Man menar att så inte är fallet idag och att det faktum att ”maktaffärer” med röststarka aktier så ofta verkställs utanför börsen och att röststarka aktieslag ofta inte ens är registrerade på börsen, åskådliggör vilka svårigheterna är. Man menar att det är svårt att se hur detta skulle kunna undvikas så länge systemet med röstvärdesdifferentiering består.

4.3 Behovet av ett aktivt ägande

Det får anses vara en vedertagen uppfattning att ett aktivt och effektivt ägande är nödvändigt för företag, framförallt i börsbolagen. Många anser att detta på lång sikt är ett sätt att nå en

⁶⁹ SOU 1986:23, s. 115

god avkastning.⁷⁰ Bakgrunden till detta är den intressekonflikt som i ett aktiebolag ofta finns mellan aktieägare och ledningen. Genom aktiva aktieägare som övervakar styrelse och ledning på ett effektivt sätt, tillses att dessa agerar utifrån bolagens intresse och inte ställer sina egenintressen främst. På senare tid har denna uppfattnings praktiska betydelse intensifierats. 1992 kom den så kallade Cadburyrapporten, ett utarbetat regelverk som syftar till att höja kvaliteten på arbetet i bolagsstyrelserna.⁷¹ Cadburyrapporten växte fram ur en situation där många företag vuxit sig väldigt stora och där ägarna till viss del tappat kontrollen över företagen till förmån för styrelserna, som under flera år hade tagit på sig enorma förmåner. Rapporten ledde till en diskussion om maktindelning i företagen samt om ägarnas kontroll. Detta ledde till att ägarna tvingades ta ett ökat ansvar och bli mer aktiva i sin roll, något som var särskilt nytt för de institutionella ägarna.⁷²

För att kunna utöva aktivt ägarskap torde starka ägare, dvs. ägare som har makt att göra sin vilja gällande, vara ett krav.⁷³

Förespråkare för rösträttsdifferentiering menar att bolagen genom skilda röstvärden kan få starka, driftiga ägare. Rolf Skog, tidigare sekreterare i Aktiebolagskommittén har till exempel uttalat att ett system som förbjuder röststarka aktier motverkar hela idén med aktivt ägande.⁷⁴ Man anser att om man accepterar betydelsen av ett starkt och aktivt ägande, så accepterar man också förekomsten av aktier med olika röstvärde. Det råder nämligen ingen tvekan om att röstvärdesdifferentieringen ger makt. Utan röstvärdesdifferentiering skulle krävas en betydligt större kapitalkoncentration än idag för att bygga upp och upprätthålla kraftfulla ägarpositioner. Man anser också att de som förvärvar A-aktier, i regel är beredda att ta på sig ett aktivt ägaransvar och också besitter den nödvändiga kompetensen för detta. För att dessa aktieägare skall kunna utöva ett kraftfullt ledarskap krävs det att de har makt att göra sin vilja gällande, vilket de erhåller genom innehavet av röststarka aktier. Med ett alltför spritt ägande får man, har det hävdats, i praktiken självstyrande företag, där styrelsen agerar utan en effektiv övervakning från ägarnas sida.⁷⁵

Ett argument som brukar användas av förespråkarna för röstvärdesdifferenser är att Sverige redan idag präglas av ett stort institutionellt ägande och att ett borttagande av röstvärdesdifferenserna skulle innebära att detta ökade ännu mer. Många ifrågasätter om institutionerna verkligen är lämpade att ta ett sådant aktivt ägaransvar.⁷⁶ Institutionerna utgör anonyma ägare vars enda ansvar egentligen är avkastningen på spararnas pengar. Dessutom har det anförts att det egentligen inte finns något som säger att de anställda i fondbolagen vet

⁷⁰ Nagemson-Ekwall, Sophie, *Arne Mårtensson räds inte EU-förslag*, Ekonomi24, 2002-01-17

⁷¹ Gideon-Sörman, Pia, *Svenska styrelser behöver nytt blod; Cadbury; Sök ledamöter utanför vänkretsen*, Dagens Industri, 1995-09-22

⁷² Intervju med Lars Milberg, Chefsjurist Aktiespararna, 2002-05-14

⁷³ SOU 1986:23, s. 115

⁷⁴ Nagemson-Ekwall, Sophie, *EU-förslag slår hårt mot Investor*, Ekonomi24, 2002-01-14

⁷⁵ SOU 1986:23 s. 131

⁷⁶ Affärsvärlden "Sista striden det är..." 2001-02-21

något om hur företag skall drivas. De anställda är ju specialister på att placera pengar på marknaden och inte på att sköta företag.⁷⁷

Å andra sidan menar motståndare till röstvärdesdifferenser att det inte kan vara bra att enbart de röststarka ägarna är aktiva ägare. Även de ägare som inte har röststarka aktier måste vara aktiva för optimal styrning av företag menar man. De ägare som har en mindre del av röstantalet hindras nämligen från att göra sin röst gällande om deras åsikter skiljer sig från kontrollaktieägarna.

Motståndarna framför också ofta argumentet att en risk motsvarande kapitalandel i företaget är bästa incitament för aktieägare att sköta bolaget på bästa sätt.⁷⁸

Ett argument som motståndarna ofta framför är att det inte är nödvändigt att de röststarka ägarna är de som har förmåga att styra bolaget på bästa sätt. Särskilt framträdande brukar detta argument vara när man talar om företag vars ägande och styre gått i arv i familjer en längre tid. Argumentet har fått ny aktualitet i och med avslöjandena om Percy Barneviks och Göran Lindahls pensionsavtal samt ABB:s och Ericssons dåliga resultat. Det har ifrågasatts huruvida Investor i dessa företag verkligen insett vad företagsledningen sysslat med.⁷⁹

4.4 Behovet av långsiktighet och stabilitet

Att stabilitet och långsiktighet i företag är något som är bra för bolagen och dessutom i nationens intresse är något som de flesta torde vara överens om. I goda tider krävs ett långsiktigt perspektiv för möjligheten att genomdriva kraftfulla och långsiktiga satsningar och investeringar. I dåliga tider är det nödvändigt för att erforderliga större ingrepp och strukturåtgärder skall kunna genomföras. Behovet av långsiktighet och stabilitet och röstvärdesdifferensers inverkan på detta är ett argument som används flitigt av såväl förespråkar- som motståndarsidan i debatten.

4.4.1 Långsiktighet och stabilitet i ägandet

Röstvärdesdifferentieringens betydelse för ägarbilden och stabiliteten i ett företag och dess effektivitet är en av de tyngre frågorna i debatten kring röstvärdesdifferentiering. Det är inte vetenskapligt belagt precis vilken betydelse olika ägarstrukturer och koncentrationsgrader av makt i bolagen har för bolagens effektivitet och näringslivets utveckling.⁸⁰ Förespråkare för och motståndare till röstvärdesdifferenser använder sig därför båda av argument som är att hänföra till kontroll och ägande i bolag.

Förespråkare för rösträttsdifferentiering menar att en stabil ägarroll är en förutsättning för god utveckling i företagen. Stabiliteten borgar för effektivitet, menar man. Det har påpekats att

⁷⁷ Affärsvärlden "Det nationella kapitalets tid är förbi" 2001-03-14

⁷⁸ <http://www.sns.se/konferen/referat/020517.htm> 2002-05-22

⁷⁹ Ericson, Niclas, *Regeringen räddar makten i Ericsson åt Wallenberg...*, Sydsvenska Dagbladet, 2002-02-21

⁸⁰ SOU 1986:23, s. 115

röstvärdesdifferenser kan hindra en minoritet från att blanda sig i företags skötsel och att detta kan vara en förutsättning för att företag skall få en stabil och handlingskraftig ledning.⁸¹

Förespråkarna menar att den stabila ägarrollen uppkommer genom rösträttsdifferentiering på så sätt att kontrollägarna är mer långsiktiga i sitt ägande än andra ägare. Tanken är att A-aktieägare som åtagit sig ett ägaransvar och har för avsikt att stanna kvar i företaget, normalt är beredda att hävda företagets långsiktiga intressen mot enskilda aktieägares mer kortsiktiga engagemang.⁸² Genom att de styrande ägarna är långsiktiga möjliggörs också en större långsiktighet i bolagets utveckling menar man. Detta kan yttra sig i exempelvis att företagen kan göra investeringar som man annars inte kunnat göra eller ta risker man annars inte kunnat ta, som exempelvis att gå in på nya marknader.⁸³

Ytterligare ett argument som brukar anföras för rösträttsdifferentiering är att denna blir ett sätt att stabilisera ledningen av företag hos en kunnig och lämplig personkrets som åtminstone i ett större företag inte skulle kunna behärska majoriteten av aktiekapitalet och därmed styra bolaget.⁸⁴ Man konstaterar att röstvärdesdifferenser leder till ett koncentrerat ägande och menar att detta är positivt då ingen tar ansvar för nödvändiga långsiktiga beslut i bolag med spritt, fragmenterat ägande. Resultatet av detta blir autonoma företag, där styrelsen och framför allt företagsledningen, agerar utan effektiv tillsyn från ägarnas sida. Kan företagsledningen i ett bolag inte påverkas och kontrolleras uppstår det en risk för att utvecklingen i bolaget stagnerar eller får en ofördelaktig orientering menar man.

Förespråkarna menar också att om företagen inte sköts kommer börsen att reagera och sänka värdet på företaget.⁸⁵

Medelst röstvärdesdifferentiering och starka ägargrupper blir också ägarturbulensen i företagen mindre menar förespråkarna. Detta leder till att risken för fientliga uppköp minskar. Sådana uppköp kan leda till att företagsledningen byts ut eller i värsta fall leda till att verksamheten läggs ned. Genom stabilitet hos de kontrollerande ägarna skapas på så sätt också ökad trygghet för placerare och anställda menar man. Förekomsten av röstvärdesdifferenser kan utgöra en pålitlig grund för placeringsbeslut och ge anställda en garanti för trygghet i anställningen anser förespråkarna. Anställdas inflytande i bolagen är också ofta beroende av att det råder en stabil situation. Förespråkare hädar också att det är lättare för de fackliga organisationerna att göra sin röst hörd med en enda ägare i företaget än med rivaliserande ägargrupper. Det har i debatten påståtts att det hittills inte funnits någon politisk vilja att ändra dagens system av just anledningen att näringslivet vill behålla makten och facket vill ha en tydlig ägare att förhandla med.⁸⁶

⁸¹ Bergström, Clas, Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem* (2001), s. 174

⁸² Affärsvärlden, "Sista striden det är...", 2001-02-21

⁸³ Palmstierna, Jacob, *Sverige behöver A- och B-aktier*, Dagens Industri, 2002-03-23

⁸⁴ SOU 1941:9, s. 500

⁸⁵ <http://www.sns.se/konferen/referat/020517.htm> 2002-05-22

⁸⁶ NACHEMSON-EK WALL, Sophie, *Aktiespararna välkomnar EUs aktieförslag*, Ekonomi24, 2002-01-14

Motståndare till röstvärdesdifferentiering brukar istället säga att existensen av röstvärdesdifferentiering leder till att maktstrukturer befästs och till att kontrollägaren inte lyssnar till marknaden. Detta i sin tur leder till att nödvändiga omstruktureringar och åtgärder i bolagen hindras.⁸⁷ Man menar att det finns en risk att röstvärdesdifferentiering förhindrar nödvändiga förändringar i ägarkretsen och därför leder till att utvecklingen i företagen stagnerar.

Motståndarna anför ofta också att röstvärdesdifferentiering motverkar aktiemarknadens funktion som just marknad. Aktiemarknaden innebär en kontroll av företagsledningars agerande och en följd av detta är att företag som är missköta råkar ut för kursfall och uppköp, ibland till och med fientliga sådana. Detta är positivt menar motståndarna för detta får företags ägare och ledning att sköta bolag väl. Den differentierade rösträtten är ett medel att sätta denna marknadsfunktion ur spel. Detta har ansetts olyckligt ur samhällssynpunkt eftersom det finns ett samhällsintresse i att underlätta för värdeskapande och eftersom uppköp i dessa tillfällen kan vara just värdeskapande för samhället.⁸⁸

Ytterligare ett argument mot rösträttsdifferentiering är att besluten i ett företag kan komma att styras av andra kriterier än önskan att maximera avkastningen. Genom att de stora A-aktieägarna inte bär en risk som motsvarar deras makt, blir deras ekonomiska incitament att maximera avkastningen för aktieägarna inte lika starkt som om kostnaderna för deras beslut i företaget fullt ut burits av den själva.⁸⁹ Den röststarka aktieägarminoriteten kan förtrycka den röstsvaga majoriteten och till exempel använda företagets resurser i maktkamper och liknande. På så sätt kan ett system med aktier med olika röststyrka användas av en kontrollaktieägare för att åstadkomma värdeöverföringar till honom själv till nackdel för minoriteten.⁹⁰ Exempelvis kan en kontrollaktieägare utnyttja sin stora rösteandel till att blockera en budgivare, trots att dennes bud accepteras av de övriga aktieägarna. Det är detta som EU-förslaget vill komma åt (se 3.3.2 ovan). Ett annat exempel är att ett företag beslutar att ge ut röststarka aktier till en viss ägargrupp. Ett aktuellt exempel på detta är LGP Telecoms beslut att bara rikta en emission till några få ägargrupper för att det passar ägarfamiljen i LGP bättre.⁹¹ Det är ett beslut som fattas av de röststarka ägarna på de röstsvaga ägarnas bekostnad. Det finns också en risk att kontrollaktieägaren beviljar närstående styrelseledamöter oskäligt höga arvoden. Argumentet har i den svenska debatten också varit särskilt framträdande vad gäller Ericsson. Det har anförts att Ericssons kontrollaktieägare Investor och Industrivärden sätter sina egna innehav i företaget framför bolagets bästa och att rösträttsskillnaderna kan vara en av huvudorsakerna till bolagets problem.⁹²

Det har också hävdats att röstvärdesdifferenser leder till ett konservativt och hierarkiskt samhälle med få och stora ägargrupper. Innehavarna av de röststarka aktierna lyssnar inte till övriga aktieägare trots att de senare innehar den övervägande delen av bolagets kapital.

⁸⁷ Qviberg, Mats, Storch, Marcus, *Olika rösträtt stjälp Wallenberg*, Dagens Nyheter, 2002-03-23

⁸⁸ Leijonborg, Lars, Pilsäter, Karin, Hamilton, Carl B, *Sluta skydda Wallenbergarna*, Dagens Nyheter, 2002-03-03

⁸⁹ Ekonomisk debatt, "Bör aktier med olika rösträtt avskaffas" nr 7/91 s. 585

⁹⁰ Bergström, Clas, Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem* (2001), s. 174

⁹¹ Nachemson-Ekwall, Sophie, *Den svenska ägarfloppen*, Ekonomi24, 2002-01-14

⁹² Ericson, Niclas, *Regeringen räddar makten åt Wallenberg...*, Sydsvenska Dagbladet, 2002-02-21

Koncentrationen av ägandet hämmar människor, frestar till konkurrensbegränsade åtgärder och hotar därmed konsumenternas valfrihet.

4.4.2 *Långsiktighet och stabilitet i styrelsen*

Behovet av en långsiktig, kompetent och stabil styrelse är ytterligare ett argument som används av såväl förespråkar- som motståndarsidan i debatten om röstvärdesdifferenser.

Förespråkare för röstvärdesdifferentiering menar att ett stabilt ägande ger möjlighet att ha en stabil ledning i företagen. Styrelsen kan tillsättas på långsiktiga premisser och ges möjlighet att arbeta långsiktigt. Man menar också att styrelsen trots rösträttsdifferentiering lyssnar även på de små aktieägarna. ”Det är tyngden i argumenten, inte röstetalet som räknas.”⁹³ är en åsikt som inte sällan framförts i debatten från förespråkarnas sida.

Bredden i styrelsen samt i den krets där styrelsen rekryteras, är en av de viktigaste delarna i Cadburyrapporten (se 4.3 ovan).⁹⁴ Motståndare till röstvärdesdifferentiering menar att det i företag med rösträttskillnader, finns en risk att styrelsen blir ensidig genom att den tillsätts av ett fåtal konstanta ägare. Det finns en risk att genomströmningen av kompetens i styrelsen inte blir tillräcklig. Särskilt i ett litet land som Sverige kan detta bli ett problem menar man, då det här finns en litet antal inflytelserika personer som sitter i många styrelser.

Motståndarna till röstvärdesdifferenser menar också att risken finns att styrelser i företag med rösträttskillnader inte lyssnar till de röstsvaga ägarna trots att dessa representerar största delen av riskkapitalet. Styrelsen lyssnar hellre till de röststarka ägarna eftersom det är dessa som i praktiken har möjlighet att avsätta styrelseledamöter och tillsätta nya. På så sätt kan de röststarka ägarna använda styrelsen för sina egna intressen och risken uppstår att det inte bara är avkastningen i företagen eller företagets framtida utveckling som styr styrelsens beslut. De röstsvaga ägarna har ingen möjlighet att påverka eller byta ut en företagsledning som de inte är tillfreds med och som kanske sätter bolagets tillväxt i fara. De röstsvaga aktieägarnas enda utväg blir att avyttra sina aktier om de inte är nöjda med bolagets styre. Ägarrollens betydelse urholkas på detta sätt menar motståndarna. Man menar att det blir viktigare att sätta alla aktieägares intressen i centrum i företag utan röstvärdesdifferentiering. Samtliga ägare kan då påverka ledningen och denna kan inte stödja sig enbart på ett fåtal A-aktieägare.

I samband med Ericsson har också hävdats att styrelsens arbete kan ta skada av att företaget har ett fåtal starka ägare. Genom att två huvudaktieägare dominerar företaget och bevakar sina maktpositioner riskerar ledningen drabbas av ”beslutsvånda” och inte fatta nödvändiga snabba beslut, menar man. Detta är något som kan vara helt avgörande och i slutändan drabba de andra aktieägarna och de anställda.⁹⁵

⁹³ Palmstierna, Jacob, *Sverige behöver A- och B-aktier*, Dagens industri, 2002-03-23

⁹⁴ Gideon-Sörman, Pia, *Svenska styrelser behöver nytt blod; Cadbury: Sök ledamöter utanför vänkretsen*, Dagens industri, 1995-09-22

⁹⁵ Ericson, Niclas, *Regeringen räddar makten åt Wallenberg...*, Sydsvenska Dagbladet, 2002-02-21

4.5 Röstvärdesdifferensers påverkan på aktievärdet

4.5.1 Inledande kommentarer

Ett argument som ofta framförs mot aktier med differentierad rösträtt är att dessa kan utnyttjas av en kontrollaktieägare till att exploatera (utnyttja) minoriteten. Motsåndare till röstvärdesdifferentiering menar att en kontrollaktieägare med liten kapitalandel kan fatta beslut som är fördelaktiga för honom själv men som reducerar värdet på aktierna. En rösteandel motsvarande kapitalinsatsen skulle leda till att incitamenten för att exploatera minoriteten minskar, menar man. Å andra sidan menar förespråkare för röstvärdesdifferenser att det finns betydande skäl att behålla röstvärdesdifferenser även ur en aktievärderingsaspekt.

För att på ett lättillgängligt sätt åskådliggöra hur aktiers värde påverkas av röstvärdesdifferentiering används här ett exempel som baseras på en beräkning ur uppsatsen "Bör aktier med olika rösträtt avskaffas" av Clas Bergström och Kristian Rydqvist.⁹⁶ Följande text kan som sagt vid första anblicken te sig svår och komplicerad. Det kan vara nödvändigt att läsa och arbeta igenom texten mer än en gång för att kunna följa och tillgodogöra sig exemplet. Vid exemplets beräkningar anges värdena endast som numeriska storheter – ingen enhet (exempelvis kronor) används. Vidare används ordet "kontrollaktieägare" för den ägare som håller majoriteten av rösterna i ett bolag, "rivalen" för en eventuell uppköpare och "exploatering" i betydelsen av oskäligt utnyttjande.

Analysen kommer främst att belysa den form av exploatering där aktieägarna går miste om en premie, dvs. ett ökat aktievärde, därför att en bättre företagsledare hindras från att ta kontroll i ett företag.

4.5.2 Motståndarnas argument

Antag att ett företags totala antal aktier är värda 180 under den innevarande kontrollaktieägarens ledning. Det finns en rival som kan ändra aktiernas värde till 200 om kontrollaktieägaren byts ut och rivalen erhåller kontrollen i bolaget. Kontrollaktieägaren värderar utöver sin andel av aktierna kontrollen till 8 medan rivalen bara är intresserad av aktiernas värde. Det finns en mängd olika saker som värdet av kontroll kan bero på. Värderingen är subjektiv och utgår därför från kontrollaktieägarens personliga uppskattning.

För aktieägarna är naturligtvis det mest ultimata att den bättre rivalen övertar kontrollen, då ökar ju aktiernas värde. I vilken utsträckning rivalen lyckas beror emellertid på ägarstrukturen. Antag att kontrollaktieägaren har 50% av rösterna och kapitalet. Rivalen har kapacitet att bjuda högst 200 för samtliga aktier. Om kontrollägaren accepterar budet, går han miste om sin privata värdering av kontroll, -8 , men gör samtidigt en kapitalvinst på $+10$ ($0,5 \cdot 180 = 90$, $0,5 \cdot 200 = 100$, $100 - 90 = 10$). Budet accepteras eftersom kapitalvinsten överstiger förlusten av kontroll ($-8 + 10 = +2$).

⁹⁶ Bergström, Clas, Rydqvist, Kristian "Bör aktier med olika rösträtt avskaffas?" sid. 2-16

Antag istället att kontrollaktieägaren håller 50% av rösterna och 25% av kapitalet. Detta möjliggörs genom röstvärdesdifferentiering. I det här läget begränsas kapitalvinsten till +5 ($0,25 \cdot 180 = 45$, $0,25 \cdot 200 = 50$, $50 - 45 = 5$) som understiger förlusten av kontroll, -8 ($-8 + 5 = -3$). Resultatet blir att budet blockeras. Således undanhålles värdestegringen 20 genom att den bättre rivalen blockeras. Kostnaden för detta står i direkt proportion till kapitalinnehavet, det vill säga 5 ($0,25 \cdot 20$) för kontrollaktieägaren och 15 ($0,75 \cdot 20$) för de övriga aktieägarna.

Exemplet visar att kontrollaktieägaren kan fatta beslut som sänker aktiernas värde, i detta fall beslutet att inte acceptera rivalens bud. Kontrollaktieägaren vill behålla makten och detta får minoriteten betala för. Den kostnad som uppstår för övriga aktieägare beror på den kapitalandel som kontrollaktieägaren innehar. I det första fallet har kontrollaktieägaren 50% av kapitalet och kostnaden för utnyttjande är 10, och i det andra fallet har han 25% av kapitalet och kostnaden är 5. Eftersom kontrollen värderas till 8 exploateras minoriteten i det ena men inte i det andra fallet. Om kontrollen i det här fallet hade värderats till mer än 10, hade konsekvensen blivit att rivalen blockerats i båda fallen. Förbud av röstvärdesdifferentiering kan därför inte generellt förhindra att minoriteten, det vill säga de små aktieägarna utnyttjas.

Centralt i exemplet är att den blockerande röstmajoriteten kan hållas med en begränsad kapitalinsats. Hur liten den blockerande kapitalandelen kan bli bestäms av den minsta andelen aktiekapital som precis räcker till 50% av rösterna. Detta beror på röstkvoten och på de röststarka A-aktiernas andel av aktiekapitalet. När ett företag använder sig av systemet en aktie, en röst krävs 50% av aktiekapitalet för att hålla 50% av rösterna, eftersom röst- och kapitalandelar måste vara lika. Om 50% av aktiekapitalet är A-aktier med en röst vardera och de andra 50% B-aktier utan röst, kan 25% av aktiekapitalet hålla 50% av rösterna. Den svenska begränsningen av röstkvoten, 1/10, medför att den minsta möjliga kapitalandel en investerare måste besitta för att ha majoritet, är 9% vilket inträffar då A-aktierna utgör 9% av aktiekapitalet. Kontentan av ovanstående är att den svenska regleringen tillåter att 50% av rösterna hålls med så lite som 9% av kapitalet.

Motståndarna till röstvärdesdifferentiering menar att kapitalmarknaden inser den ökade risken för utnyttjande i företag där röstmajoriteten kan hållas med en liten kapitalandel på grund av röstvärdesdifferenser. Småaktieägare garderar sig i dessa bolag mot ett utnyttjande genom att betala ett lågt pris när företaget behöver nytt riskkapital, alltså vid nyemission. Priset sätts så lågt att hela den förväntade kostnaden för exploatering lastas över på kontrollaktieägaren oavsett om han (eller någon annan) kommer att exploatera minoriteten i framtiden. Denna teori innebär att kapitalkostnaden bör vara som högst i företag med röstvärdesdifferentiering och som lägst i företag med en aktie, en röst. Kontrollaktieägaren torde därför, i eget intresse, välja en aktie, en röst som ger den lägsta kapitalkostnaden.

Då kostnaden för ett utnyttjande av småaktieägare står i proportion till kapitalandelen, kan kontrollaktieägaren delvis minska kapitalkostnaden genom att äga fler aktier än de som behövs för kontroll. Detta eftersom en kontrollaktieägare med stort eget innehav bör öka värdet på aktierna mer än en kontrollaktieägare som väljer att hålla en liten andel av kapitalet. Även om kontrollaktieägaren inte vill äga lika röst- och kapitalandelar, ligger det i hans intresse att hålla en stor kapitalandel för att få en lägre kapitalkostnad.

Analysen visar hur kostnaden för exploatering beror på kapitalandelen och att kontrollaktieägaren i eget intresse tjänar på att ha en aktie, en röst framför aktier med olika rösträtt för att få en låg kapitalkostnad.

4.5.3 Förespråkarnas argument

Varför vill kontrollaktieägaren införa möjligheten att hålla en större röst- än kapitalandel? Vilka är argumenten? Vad gäller värdet på aktien finns det tre motiv för att skapa aktier med olika rösträtt. För att illustrera situationen och för att ge förespråkarna samma möjlighet som motståndarna, återupptas det exempel som inleddes i föregående avsnitt.

4.5.3.1 Skyddsmotivet

Antag att kontrollaktieägaren inte har råd att förvärva mer än 25% av aktierna. Om företaget använder sig av systemet en aktie, en röst har kontrollaktieägaren med 25% av rösterna och kapitalet ingen möjlighet blockera rivalen. Röstvärdesdifferentiering gör det emellertid möjligt att med 25% av kapitalet hålla 50% av rösterna och således blockera rivalen. Aktiestrukturen är följaktligen avgörande för möjligheten att blockera ogynnsamma uppköp .

Betrakta exemplet (se 4.5.2 ovan) ännu en gång. Som nämnts kan rivalen inte blockeras om företaget har en aktie, en röst. Kontrollaktieägaren gör visserligen en kapitalvinst på +5 men den understiger förlusten av kontroll -8 och kontrollaktieägaren förlorar totalt -3. I de fall då företaget använder sig av röstvärdesdifferentiering och kontrollaktieägaren håller röstmajoritet med 25% av kapitalet, kommer rivalen att blockeras. En blockering kommer i och för sig att leda till att kapitalvinsten +5 uteblir, men då kontrollen bevaras erhåller kontrollaktieägaren totalt +3 ($-5+8 = 3$). Vid en jämförelse av dem båda framgår att beloppet +3 som uppnås med röstvärdesdifferentiering förstås är bättre än -3 under en aktie - en röst.

Exemplet belyser hur en kontrollaktieägare, som finansiellt sett är begränsad, använder aktier med olika rösträtt för att skydda sin privata värdering av kontroll. Priset för detta är naturligtvis den stigande kapitalkostnad som följer med den ökade exploateringsrisken. I de fall då kontrollaktieägaren utan hänsyn till den högre kapitalkostnaden skapar aktier med olika rösträtt, tyder det på att försvaret av kontroll är värt mer. Det är just detta fenomen som benämns skyddsmotivet för röstvärdesdifferentiering. Det kan också förklara förekomsten av andra former av försvar som ”ask-i-ask-ägande”, ”shark repellents” och ”poison pills”.

I exemplet går värdestegringen 20 förlorad om kontrollaktieägaren skall ha möjlighet att behålla det privata värdet 8. Kontentan av utfallet blir att en samhällsekonomisk förlust på -12 uppstår ($-20+8 = -12$). Denna kan dock undvikas om kontrollaktieägarens privata värdering överstiger 20 ($-20+20 = 0$), detta eftersom rivalen blockeras. Ett fall liknande detta uppstår om det finns stora synergivärden mellan bolaget i fråga och andra företag inom kontrollaktieägarens sfär, som är värda mer än rivalens förbättring i effektivitet. Vad som är viktigt att notera i sammanhanget är dock att skydd av kontroll aldrig är till de små aktieägarnas gagn.

Holmen, på den tiden då bolaget hette MoDo, är ett bra exempel på företag där kontrollaktieägaren, för att kunna behålla kontrollen, under lång tid frivilligt avstod från lönsam expansion. Relevansen i argumentet beror förstås på möjligheten att skaffa riskkapital på annat sätt. Exemplet belyser att skydd av kontroll kan vara positivt ur samhällets synvinkel trots att de små aktieägarna går miste om budpremien.

Även om det främsta syftet med röstvärdesdifferentiering är att skydda kontrollen ligger det i kontrollaktieägarens intresse att få en låg kapitalkostnad genom att äga en stor andel av aktiekapitalet. Det kan finnas strategiska skäl att skapa en aktiestruktur som möjliggör försvar av kontroll med endast 9% av aktiekapitalet. Kontrollaktieägaren innehar A-aktierna och köper upp en ansevärd mängd B-aktier för att få en låg kapitalkostnad. När företaget expanderar och den finansiella situationen leder till att nya investerare satsar pengar i bolaget kommer kontrollaktieägaren följaktligen att äga en allt mindre kapitalandel. Andelen röster och därmed kontrollen har dock inte påverkats i och med innehavet av A-aktierna.

4.5.3.2 Ägarmotivet

I exemplet ovan medförde röstvärdesdifferentiering att värdestegringen utnyttjades vilket alltid är till de små aktieägarnas nackdel. Trots detta finns det situationer där möjligheten att kunna blockera en rival kan vara till fördel för de små aktieägarna. Betrakta följande fall där kontrollaktieägaren besitter information som visar tecken på att aktierna är värda 220 trots att de på aktiemarknaden värdesätts till 180. Även rivalen har kommit till insikt om att aktierna är underprissatta och lägger ett bud på 200. Budet som innebär en betydande premie över börskursen accepteras av övriga aktieägare men blockeras av kontrollaktieägaren. En blockering förhindrar därmed rivalen att förvärva aktierna under det värde som kontrollaktieägarens uppskattat dem vara värda. De små aktieägarna har därmed chansen få del av den värdestegring som aktien förutspås få.

Kärnan i resonemanget är att aktier med olika rösträtt kan vara en förutsättning för en finansiellt svag kontrollaktieägare att blockera den sämre rivalen. Detta är en positiv effekt av röstvärdesdifferentiering som höjer aktiernas värde. Om värdet av att kunna blockera dåliga budgivare dominerar kostnaden för exploatering, säger man att röstvärdesdifferentiering har skapats i ägarsyfte. Även detta motiv är överförbart på andra former av försvarsåtgärder.

Det finns en mängd andra exempel på hur ett bolag genom röstvärdesdifferentiering kan åstadkomma en blockerande röstmajoritet som kan vara i aktieägarnas intresse. Exempelvis kan kontrollaktieägaren lägga fram hot om att blockera rivalen för att på detta sätt förhandla sig till ett högre bud från en konkurrerande budgivare.

4.5.3.3 Premiomotivet

Röstvärdesdifferentiering kan även vara till nytta för de små aktieägarna vid tillfällen då kontrollaktieägaren inte utnyttjar de röststarka aktierna till att hålla en blockerande röstandel. Antag att företaget har spritt ägande och att kontrollen innehas av företagsledningen. Såsom tidigare i exemplet värderas aktierna till 180 under den innevarande ledningens kontroll och 200 om rivalen övertar företaget. Den kontrollerande ledningen värderar precis som tidigare kontrollen till 8. Till skillnad från tidigare värderar rivalen kontrollen till 12.

I de fall då ett företag begagnar sig av systemet en aktie, en röst och rivalen bjuder 200 för aktierna accepteras budet av aktieägarna. Då kan inte budet blockeras genom ett högre motbud av den innevarande företagsledningen eller någon "White Knight" i samarbete med företagsledningen. Följden blir alltså att rivalen övertar kontrollen och värdet på företagets aktier stiger från 180 till 200. Vid röstvärdesdifferentiering i ett företag uppstår istället konkurrens om rösterna.

Exemplet visar att aktieägarna vid övertaget får god ersättning för sina röster samtidigt som aktiernas värde inte faller. Möjligheten att extrahera en del av vinnarens privata värdering av kontroll kallas premiemotivet för röstvärdesdifferentiering.

Premie- och ägarmotiven liknar varandra i på många sätt. I båda fallen gynnas aktieägarna av en högre budpremie.

4.6 Utländskt riskkapital

4.6.1 Behovet av utländskt riskkapital

Sverige är ett litet, öppet land med förhållandevis många globala företag.⁹⁷ Det finns inte tillräckligt med kapital i Sverige för att täcka företagens kapitalbehov och för att kunna expandera är det därför ett krav att utländska investerare tillskjuter kapital. Det ligger såväl i nationella intressen som i de svenska företagens intresse att det är möjligt för utländska investerare att placera kapital i Sverige och svenska bolag. Många av Sveriges stora, exportinriktade börsföretag är helt beroende av tillförsel av utländskt riskkapital.⁹⁸

Förespråkare för röstvärdesdifferenser menar att dessa i praktiken är den bästa metoden att begränsa det utländska inflytandet och säkerställa att kontrollen över svenska företag bevaras åt svenska intressen om företagen samtidigt skall kunna använda utländskt kapital för sina investeringar.⁹⁹

Inställningen att utländskt inflytande skall begränsas genom röstvärdesdifferenser är dock hårt kritiserat av motståndare till röstvärdesdifferentiering. Dessa menar att det är en ohållbar inställning att vilja få in utländskt riskkapital genom att förmå utländska investerare att satsa sina pengar i svenska aktier om man samtidigt skall hindra dem från att få inflytande i svenska företag. I huvudsak är det två argument som framförs. Dels menar man att Sverige inte i längden kan hävda att bara svenskar får ha inflytande i svenska företag då detta i så fall kommer "slå tillbaka" på svenskt kapital som placeras utomlands. Detta kapital kommer då att utsättas för samma typ av diskriminering som Sverige genom rösträttsdifferenserna utsätter utländskt kapital för. Dels menar man att det kan bli svårt att överhuvudtaget locka utländska

⁹⁷ Palmstierna, Jacob, *Sverige behöver A- och B-aktier*, Dagens Industri, 2002-03-23

⁹⁸ SOU 1986:23, s. 119f

⁹⁹ *ibid.*

investerare till Sverige om man inte kan erbjuda dem inflytande i paritet med kapitalsatsningen.

Det senare argumentet brukar av förespråkarna till röstvärdesdifferenser bemötas med inställningen att utländska investerare generellt accepterar systemet med differentierad rösträtt och att de främst är intresserade av avkastning på sina placeringar och inte av inflytande i företagen. Departementschefen uttalade exempelvis i 1997 års proposition om aktiebolagens organisation att det dittills inte funnit något som tyder på att röstvärdeskillnader medfört att utländska investerare inte skulle vara villiga att investera i Sverige. Tvärtom menade han att utländska investerare under senare år visat stort intresse för den svenska aktiemarknaden och att det internationella ägandet i svenska företag numera är utbrett.¹⁰⁰

4.6.2 Risken med ett ökat utländskt inflytande

De flesta som idag innehar A-aktier i stora svenska aktiebolag är i huvudsak svenska fysiska eller juridiska personer som inte enbart ser sitt innehav som en förmögenhetsplacering, utan även är intresserade av ägarrollen som ett maktinstrument. Dessa A-aktier är därför i princip inte till salu och detta förhindrar utländska uppköp av de svenska bolagen. Det utländska ägandet på Stockholmsbörsen har ökat i Sverige sedan 1991 med några få undantagsår, däribland 2001.¹⁰¹ De flesta anser att det ligger i svenskt samhällsintresse att kontrollen till svenska företag stannar i Sverige, man anser svenska ägare vara mer lojala mot Sveriges intressen. Svenska företag med huvudkontor i Sverige har stor betydelse för landet såväl direkt genom de personer som faktiskt sysselsätts på huvudkontoret, som indirekt genom att företagen sysselsätter och ställer krav på flera tjänsteföretag, exempelvis finansföretag, revisorer, advokater, dataföretag, utbildningsinstitutioner osv. Detta leder till en mer konkurrenskraftig miljö i Sverige anser man.¹⁰²

Då röstvärdesdifferenser kan fungera som en blockering mot fientliga företagsuppköp menar förespråkare för röstvärdesdifferenser att systemet möjliggör en begränsning av det utländska ägandet i Sverige. Göran Persson har exempelvis uttalat att en följd av att slopa systemet med röstvärdesdifferenser skulle vara en snabb utförsäljning av svenska företag.¹⁰³

Det påpekas också ofta att andra länder har andra typer av skydd mot fientliga uppköp. Man menar att detta innebär att om Sverige skulle ta bort röstvärdesdifferenser, det skulle skapas en obalans mellan Sverige och andra länder. Även detta är en åsikt Göran Persson framfört i media.¹⁰⁴

Ofta framförs i debatten att ett ökat utländskt ägande innebär en ökad risk för att svenska företag flyttas utomlands. Jacob Palmstierna skriver exempelvis i Dagens Industri att det inte

¹⁰⁰ Prop 1997/98:99, s. 120

¹⁰¹ Björklund, Marianne, *Färre utländska ägare på börsen*, Dagens Nyheter, 2002-02-14

¹⁰² Palmstierna, Jacob, *Sverige behöver A- och B-aktier*, Dagens Industri, 2002-03-23

¹⁰³ Sydsvenska Dagbladet, "Göran Persson varnar för följderna", 2002-03-05

¹⁰⁴ Larsson, Gerhard, *Persson tar parti för Wallenbergarna*, Dagens industri, 2002-04-17

är troligt att bolag som Ericsson, Atlas Copco, SCA och Electrolux skulle ha sina huvudkontor kvar i Sverige om inte systemet med rösträttsdifferentierade aktier funnits.¹⁰⁵

Andra menar att det inte föreligger något verkligt behov av att bevara svensk kontroll över börsföretagen.¹⁰⁶ I en debattartikel i Dagens Industri hänvisar man till en undersökning gjord av Nutek som visar positiva effekter på svenska företag som köpts upp av utländska bolag. Undersökningen har hos dessa bolag påvisat en höjd produktivitet och en expansion av antalet anställda samt dessutom en högre nivå förädlingsvärde per anställd än både svenskägda internationella företag och svenska företag utan dotterbolag i utlandet. I artikeln menar man mot bakgrund av undersökningen att det utländska ägandet i Sverige är positivt då dessa har högt förädlingsvärde, bidrar positivt till sysselsättningsutvecklingen samt uppvisar en avancerad användning av humankapital. Man påpekar att de anställda i utlandsägda företag uppvisar en hög utbildningsnivå, vilket enligt artikeln kan tolkas som ett tecken på att utländska företag förlägger produktion med stort kunskapsinnehåll till landet. Detta skulle i så fall öka Sveriges möjligheter att även i framtiden vara ett land där varor och tjänster med högt kunskapsinnehåll produceras. Man menar att man i en globaliserad ekonomi aldrig helt kommer att kunna försäkra sig mot att enstaka företag flyttar sin produktion utomlands men att risken för detta minskar om Sverige även i framtiden kan uppvisa goda förutsättningar för företag att vedriva kunskapsintensiv verksamhet i landet.¹⁰⁷

4.7 Små och medelstora företag

I små och medelstora företag aktualiseras frågan om röstvärdesdifferenser först då företagen kommer i vissa situationer. Förespråkare för röstvärdesdifferenser menar att det i dessa situationer finns ett starkt behov av att kunna ge ut aktier med olika röstvärden i de små och medelstora företagen.

Ett exempel på situationer där frågan om röstvärdesdifferenser aktualiseras är generationsskiften i företagen. Förespråkarna menar att är nödvändiga röstvärdesdifferenser vid generationsskiften för att kunna behålla makten inom den ursprungliga ägarkretsen eller familjen. Ett borttagande av röstvärdesdifferenser skulle medföra att riskerna skulle öka alltför mycket för att onödiga och oönskade företagsförsäljningar skulle framtvingas i dessa bolag menar man.

Ytterligare ett exempel på situationer där frågan om röstvärdesdifferenser aktualiseras är vid anskaffning av externt riskkapital. Förespråkarna påpekar att många företag kommer i ett visst stadium i sin utveckling där deras egna kapitalresurser inte räcker. De blir då beroende av externt kapital för att kunna fortsätta växa och utveckla sin potential. Röstvärdesdifferenser möjliggör tillförsel av externt kapital utan att den ursprunglige ägaren förlorar den kontroll han besitter. Man påpekar att ett särskiljande drag hos små och medelstora familjeföretag just är den nära kopplingen mellan företaget och ägarens person. Företaget är ofta beroende av ägarens idéer och vilja att låta företaget växa och förbättras. Företagens grundare vill också

¹⁰⁵ Palmstierna, Jacob, *Sverige behöver A- och B-aktier*, Dagens Industri, 2002-03-23

¹⁰⁶ SOU 1986:23

¹⁰⁷ Mossfeldt, Marcus, *Utlandsägda företag är mer produktiva*, Dagens Industri, 2002-01-17

ofta fortsätta driva företaget efter egen vision. Genom röstvärdesdifferenser kan entreprenören utveckla sin företagsidé och låta företaget expandera, samtidigt som företaget är skyddat mot uppköp. Detta är positivt även ur samhällsekonomisk synvinkel, lokala och regionala företag köps inte upp av företag utan lokal eller regional anknytning och sysselsättning och utvecklingen av näringslivet påverkas därför inte negativt regionalt eller lokalt. Ett avskaffande eller en begränsning av möjligheten till röstvärdesdifferenser skulle enligt förespråkarna medföra att viljan att anskaffa externt riskkapital i dessa företag skulle begränsas eftersom kapitalanskaffningen i så fall i många fall måste ske på bekostnad av ändrad ägarstruktur och med risk för negativ påverkan på den nödvändiga entreprenörsandan. Det påpekas också att tillförseln av riskkapital inte kan ersättas av en ökad lånefinansiering eftersom soliditeten i företagen då snabbt urholkas.

Förespråkare påpekar också att företag ofta tar in externt kapital via börsen. Sverige är för landets tillväxt beroende av att sådana företag gör inträde på börsen och vågar satsa och utvecklas. Förespråkarna menar att ett villkor för att företagets grundare skall vilja ta sitt företag till börsen och därmed släppa in nya aktieägare, ofta är att de kan behålla kontrollen i bolaget. Rösträttsdifferenser möjliggör detta. Förespråkarna menar att om inte möjligheten fanns att behålla makten, många företag skulle låta bli att ta in externt kapital och nöja sig med en mindre utveckling mot en fortsatt stabilitet i företaget. Detta skulle drabba landets tillväxt negativt.¹⁰⁸

Motståndare till röstvärdesdifferenser menar att det inte finns någon anledning att skydda ursprungliga ägare till företag och därigenom permanenta den ursprungliga ägarkretsens inflytande. Man ifrågasätter varför kontrollen över företag skall gå i arv och menar att det inte finns något som talar för att generationerna efter entreprenörerna är lämpliga företagsledare.

Tillväxtargumentet, dvs. att röstvärdesdifferenser möjliggör tillväxt utan förlorad makt för företagsgrundare, har av vissa principiella motståndare till rösträttsdifferenser föreslagits en lösning i form av förbud mot rösträttsdifferenser som skall inträda när företaget nått ett visst aktievärde eller vid introduktion på börsen.¹⁰⁹

Vissa motståndare menar dock att det inte finns stöd för uppfattningen att mindre företag skulle avstå från anskaffningen av externt riskkapital om möjligheten att skydda sin makt genom röstvärdesdifferenser skulle försvinna. Motståndarna menar istället att ett krav på lika röstvärde för aktier snarare skulle påverka den andel av aktiekapitalet som de ursprungliga ägarna behåller efter en introduktion på börsen. De påpekar att en mindre andel av kapitalet ofta krävs för att erhålla praktisk majoritet på bolagsstämman när aktierna är spridda på marknaden. Dessutom har åsikten framförts att kapitalförsörjningen försvåras genom rösträttsdifferenser genom att nya ägare inte tillerkänns inflytande på samma villkor som de tidigare ägarna.¹¹⁰

¹⁰⁸ Palmstierna, Jacob, *Sverige behöver A- och B-aktier*, Dagens Industri, 2002-03-23

¹⁰⁹ Leijonborg, Lars/Pilsäter, Karin/Hamilton, Carl B, *Sluta skydda Wallenbergarna*, Dagens Nyheter, 2002-03-03

¹¹⁰ SOU 1981:78 s. 99ff

Motståndarna menar också att det är speciellt negativt i små och medelstora företag att alla ägare inte kan påverka företagsledningen. Dessa företag utsätts inte för den kontroll som marknaden utövar på noterade bolag menar man och risken finns därför att dessa företag inte blir tillräckligt uppmärksamma på indikatorer på företagets utveckling.

5 KONSEKVENSER AV ETT AVSKAFFANDE AV RÖSTVÄRDESDIFFERENSER

I följande framställning tas konsekvenser av ett avskaffande av röstvärdesdifferenser upp. Kapitlets första del behandlar problematiken rörande ersättning till A-aktieägare vid ett borttagande av röstvärdesdifferenser. Därefter fokuserar nästa del på omställningar i ägandet, hur aktiviteten i bolagen förändras vid ett röstdifferensavskaffande, relationen mellan ägare och ledning och alternativa kontrollmekanismer. Vidare görs en redogörelse av konsekvenser för riskkapitalanskaffning. Kapitlet avslutas med en kort redogörelse av Electrolux och SKF, som under sent nittiotal ändrade sitt röstvärdessystem från 1:1000 till 1:10.

5.1 Ersättning till A-aktieägarna

Ett avskaffande av röstvärdesdifferenser skulle i företag som idag använder sig av sådana innebära att inflytande i bolaget omfördelas från kontrollaktieägarna (A-aktieägarna) till de övriga ägarna (B-aktieägarna). Frågan om huruvida kompensation till A-aktieägarna skall utgå för detta eller inte är omdiskuterad. Bland dem som anser att kompensation skall utgå är dessutom meningarna flera om hur detta skall ske. Dels måste avgöras vem som skall utge ersättningen, dels hur storleken på ersättningen skall beräknas.

Beträffande vem som skall utge ersättningen finns i princip tre alternativ. Antingen utges ersättningen av företagets B-aktieägare, av staten eller av andra finansiärer.

De som hävdar att ersättning skall utgå från företagets B-aktieägare menar att dessa ”vinner” på att röstvärdesdifferenserna i företaget tas bort genom att de erhåller en ökad makt. Man menar då att det vore riktigt att dessa aktieägare ersätter A-aktieägarna.

Alternativt åläggs staten en kompensationsskyldighet. Många hävdar att det finns ett skydd för A-aktieägarna genom skyddet för äganderätten (se 4.2 ovan). Dessa menar att det skulle utgöra en form av retroaktiv lagstiftning av expropriationskaraktär att lagstiftningsvägen ta bort röstvärdesdifferenserna.¹¹¹ Det har då hävdats i debatten att A-aktieägarna skall ersättas enligt de regler som normalt gäller vid expropriation.¹¹²

Det tredje alternativet, att låta andra finansiärer ersätta A-aktieägarna diskuteras idag livligt beträffande Ericsson. Man menar att A-aktieägarna kan ersättas genom den stundande nyemissionen. I så fall skulle finnas flera sätt att gå till väga på. Som en annan finansiär som skulle kunna ersätta A-aktieägarna nämns ibland också förvärvaren vid ett eventuellt uppköp. I EU:s expertgrupps direktivförslag är det tydligt att man inte anser att någon ersättningsskyldighet skall belasta en uppköpare av ett företag. Anledningen till detta är att det skulle kunna vara ett hinder mot företagsuppköp (se 3.3.2.3 ovan).

¹¹¹ Hellblom, Ola, *Hotet avvärjt mot Wallenbergs A-aktier*, Dagens Industri, 2002-02-01

¹¹² <http://www.sns.se/konferen/referat/020517.htm> 2002-05-22

Det andra stora problemet med ersättningen till A-aktieägarna är att på ett rimligt sätt bestämma ersättningsnivån. Här har ett flertal förslag till lösningar presenterats i debatten.

Ett förslag är att ersätta A-aktieägarna med skillnaden mellan börskurserna på A- och B-aktierna. Detta problematiseras dock av att det idag är mycket små kursskillnader på börsen mellan röststarka och röstsvaga aktier.¹¹³ Detta beror på att A-aktierna är svårare att omsätta på börsen och att folk därför är mindre benägna att köpa dem.¹¹⁴

5.2 Omställningar i ägandet

Konsekvenserna av att avskaffa röstvärdesdifferentiering är otydliga och många gånger spekulativt framtagna av debattörer inom området. Då det inte finns några konkreta effekter dokumenterade i företag som har ändrat sitt röstvärdessystem, har en undersökning, gjord av Ragnar Boman i SOU 1986:23, använts som underlag för att belysa konsekvenserna i denna del av framställningen.

5.2.1 Förändring i aktivitet bland marknadens aktörer

En omedelbar konsekvens av ett avskaffande av röstvärdesdifferentiering skulle kunna vara att aktiviteten bland bolagens nuvarande huvudägare och övriga aktiesparare ökar markant. Bland företagsledningarna och börsmäklarna kommer då också en liknande utveckling att ske. Anledningen till detta skulle vara att en blandning av nya förutsättningar och ökad osäkerhet kommer att övertyga många inom dessa grupper att marknadsläget drastiskt har förändrats. En känsla kan uppstå av att nya affärsmöjligheter skapas och av att de gamla kan vara i behov av att ses över och omprövas och detta skulle leda till den ökade aktiviteten.

I motsats till ovanstående finns det faktorer som tenderar att dämpa aktiviteten bland aktörerna på marknaden. Exempelvis kommer skatteskal, främst realisationskatten, liksom tidigare att verka som en broms för att genomföra omplaceringar av aktieinnehav.

Den nedgång i röststyrka, som i mer eller mindre stor omfattning drabbar huvudägare med röststarka innehav, tros komma att leda till betydande omställningar. Dessa ägare kommer att ägna stora mängder tid och ansträngning åt att fatta beslut om vilka åtgärder de skall vidta för att stärka inflytandet respektive frigöra kapital i det företag där aktieinnehavet finns. Huvudägarna måste, vid förslag om köp och försäljning som kommer utifrån, ta ställning och fatta gynnsamma beslut. Detta arbete kommer att dra kraft och uppmärksamhet från den normala ägarfunktionen och styrelsearbetet.

5.2.2 Relationen ägare - ledning

En av följderna att ta bort ett företags differenser i rösträtt, anses vara en uttunning av ägarfunktionen i förhållande till den verkställande ledningen. Effektiviteten i ägarfunktionen beror inte bara på röst- och kapitalandelar utan kunskaper och analysresurser är också av stort

¹¹³ <http://www.sns.se/konferen/referat/020517.htm> 2002-05-22

¹¹⁴ Qviberg, Mats, Storch, Marcus, *Olika rösträtt stjälp Wallenberg*, Dagens Nyheter, 2002-03-23

värde. När ägarna tvingas ägna stor uppmärksamhet åt att bevaka och förhandla om ägarandelar, torde utrymmet för utveckling och generering av kunskap bli begränsat.

Den verkställande ledningen kommer med all sannolikhet att känna sig sporrade att fatta egna beslut i syfte att reducera den osäkerhet som uppstått på ägarsidan. Dessa beslut kan röra kontakter med ägare, nuvarande eller potentiella, som anses vara önskvärda, eller metoder för att öka eller bibehålla företagsledningens handlingsfrihet, till exempel av typen korsägande. Risken finns att den större osäkerheten för ledningen leder till ökad kortsiktighet i företaget tilltar vilket exempelvis leder till fokus på snabba resultat med hög avkastning. Oberoende av om dessa åtgärders resultat blir bra eller dåliga på lång sikt, är risken överhängande att arbetet med anpassningsåtgärderna tar stor del av den tid och kraft i anspråk som behövs för att sköta ett företag på ett optimalt sätt.¹¹⁵

5.2.3 Inverkan på ägandet

Ett resultat av att ta bort röstvärdesdifferenser i ett företag, är att antalet aktieägare ofta minskar, ibland ganska kraftigt. Orsaken är troligen den att när maktkamp för majoritet uppstår mellan två eller flera stora ägare köper dessa företag på sig omfattande mängder aktier. Följden blir att aktiepriset drivs upp, vilket föranleder många att sälja - lockade av den höga kursen. Konsekvensen blir att antalet ägare koncentreras till de som valt att behålla sina aktier.

En måttlig uttunning i ägandet anses inte innebära någon större förändring för ägarfunktionen och för de enskilda ägarna. Inte heller ur företagets synvinkel sker några större förändringar så länge ägarna inte minskar i den omfattningen att handeln med företagets aktier hämmas och försvåras. Från aktiemarknaden sett, kan ett minskat antal ägare leda till en sämre fungerande aktiemarknad.

Till följd av ökade möjligheter att köpa sig in i företag för att till exempel erhålla majoritetskontroll, kommer ekonomiska incitament att få större genomslagskraft. Det kommer generellt att krävas större kapital för att kunna ta över företag. Detta leder i sin tur till att andelen potentiella köpare minskar.

5.2.4 Alternativa kontrollmekanismer

Utöver röstvärdesdifferenser förekommer en mängd system där en aktieägare kan uppnå ett inflytande som är större än dennes kapitalinsats. I debatten har förespråkarna ofta hävdats att såvida differenser i rösträtt avskaffas, kommer bruket av dessa konstruktioner att öka. I detta sammanhang framförs ofta att röstvärdesdifferenser är att föredra framför dessa mekanismer.¹¹⁶

¹¹⁵ SOU 1986:23 s. 235-244

¹¹⁶ Palmstierna, Jacob, *Sverige behöver A- och B-aktier*, Dagens Industri, 2002-02-23

5.2.4.1 Korsvist ägande

Korsvist ägande innebär att en grupp företag äger aktier i varandra, ökar. Korsvist ägande kan dels fungera som en metod för externa ägare att stärka eller vidmakthålla sitt inflytande utan ytterligare egna kapitalinsatser och dels kan det vara en försvarsreaktion av företagsledningar som uppfattar ett flytande ägande eller nya ägarintressen som ett hot mot företagets eller sin egen position.

För att på ett lättillgängligt sätt förklara hur det korsvisa ägandet fungerar, ges här ett exempel. Antag att företag A äger aktier i företag B samtidigt som B äger aktier i A. Företag A har en så stor andel av aktierna i B att det har möjlighet att påverka beslutsfattandet i företaget. Genom det ömsesidiga eller korsvisa ägandet uppstår en möjlighet för A att via B påverka beslutsfattandet vid den egna bolagsstämman. Hur stort detta inflytande är bestäms av den röstandel i A som företaget B förfogar över. Om det i företag A finns en kontrollerande ägare kan denne genom det korsvisa ägandet förstärka sin ställning gentemot övriga aktieägare utan att själv bekosta detta. Medlen som investeras i den ömsesidiga ägarrelationen hämtas ur bolaget. Saknar företaget kontrollerande ägare kan det ömsesidiga ägandet användas av företagsledningen för att försvåra aktieägarnas inflytande i bolaget.

I de fall korsvist ägande förekommer är emellertid ofta fler än två företag involverande, exempelvis genom att flera företag äger aktier i varandra på ett sådant sätt att det sista företaget i kedjan i sin tur äger aktier i det första. En sådan ägarstruktur benämns ibland cirkulärt aktieägande.¹¹⁷

Det korsvisa ägandet har bl. a. kritiserats för att det hindrar övriga aktieägare från att utöva inflytande i respektive bolag med följd att styrelserna i berörda bolag blir näst intill oavsättliga. Bolag kan genom ett inbördes ägande i hög utsträckning kan frigöra sig från övriga aktieägares inflytande. På detta sätt kan det bli ett alternativ till röstvärdesdifferentiering¹¹⁸

5.2.4.2 Pyramidbyggande

Pyramidbyggande, eller ask-i-ask-ägande som det också kallas, är ett annat sätt att åstadkomma koncentration av kontroll till en mindre grupp. Om företag A genom förvärv av aktier blir kontrollerande aktieägare i företag B sägs ett ask-i-askägande föreligga. Genom denna konstruktion uppnår en kontrollägare i företaget A kontroll över företaget B med en mindre kapitalinsats än vad som hade krävts om han på egen hand förvärvat aktier i B. Samtliga aktieägare i A står för kostnaderna för A:s förvärv av aktier i B, men kontrollen förbehålls den som kontrollerar A.¹¹⁹

Genom att bolag ”staplas på varandra” så här kan en relativt liten kapitalinsats i ett bolag ge praktisk kontroll över flera företag. Utan möjligheten att röstdifferentiera skulle visserligen en något större kapitalinsats krävas men pyramidbyggandet måste ändå ses som ett reellt

¹¹⁷ SOU 1988:38 s. 120ff

¹¹⁸ SOU 1986:23 s. 88

¹¹⁹ SOU 1988:38 s. 121

alternativ till röstvärdesdifferentiering.¹²⁰ Redan idag är ask-i-askägande relativt vanligt i det svenska näringslivet och det har under hela 1900-talet tillsammans med röstvärdesdifferentiering varit av avgörande betydelse för vissa ägares möjligheter att hålla kontroll över en större mängd företag.

5.3 Riskkapitalanskaffning

5.3.1 Positiva effekter

Vid ett avskaffande av röstvärdesdifferenser tvingas de stora ägargrupperna att satsa mer kapital och köpa ut andra investerare för att bibehålla samma reella andel makt i företagen. I den mån huvudägarna inte bara omplacerar sitt portföljnehav utan de facto skjuter till mer kapital, tillförs aktiemarknaden mer kapital netto. Ett förbehåll är dock att de som realiserar sina innehav, återinvesterar kapitalet på aktiemarknaden.

Med stor sannolikhet kommer ett avskaffande av röstvärdesdifferenser leda till att antalet riktade nyemissioner tilltar. Detta kan bland annat orsakas av den ökning av speciella ägarkonstruktioner, såsom korsägande och pyramidbyggande som nämndes tidigare. Följden antas även här vara positiv för kapitalförsörjningen, förutsatt att emissionerna betalas med kontanta medel och inte enbart genom aktiebyten.

Mer ”öppna” företag, föranledda av ett slopande av röstvärdesdifferenser, kan också bidra till ett ökat intresse för aktiehandel såväl bland svenska investerare såväl som bland utländska.

5.3.2 Negativa effekter

Som behandlats tidigare finns en risk för att ett avskaffande av röstvärdesdifferenser leder till att antalet aktieägare sjunker i bolagen (se 5.2 ovan). Följden av detta blir att det blir ett minskat underlag för riskkapitalanskaffning. Effekten blir framför allt negativ om stora investerare övergår till andra placeringsalternativ än aktier. Det är dock inte särskilt troligt att utbudet av riskkapital skulle störas på lång sikt då investerarnas beslutssituation troligen även påverkas av faktorer som inte har med röstvärdesförändringar att göra.

Tiden efter ett avskaffande av röstvärdesdifferenser tros inrymma stor osäkerhet och stora förändringar, både för ägare och företag. Osäkerhet är negativt för aktiemarknaden och kan få till följd att aktiekurserna dras ner och att intresset för att placera i aktier därför reduceras. Utrymmet för ett företag att utföra en emission skulle därmed förmodligen minska. Konsekvensen blir alltså att företags benägenhet att nyemittera aktier riskerar att hämmas, om så bara för ett tag, när röstvärdesdifferenser avskaffas.

¹²⁰ SOU 1986:23 s. 88

5.4 Två företag som avskaffat röstvärdesdifferenser

5.4.1 Electrolux

I mars 1998 föreslog styrelsen i Electrolux att en förändring av röstsystemet skulle genomföras. Förslaget godkändes av stämman och innebar att bolagets B-aktier stämplades om och att relationen mellan A- och B-aktier ändrades från 1/1000 till 1/10. Förslaget ledde till att B-aktiernas andel av det totala antalet röster ökade från 3,4 procent till 78,1 procent. A-aktiernas andel däremot, minskade från 96,6 procent till 21,9 procent.¹²¹

Motivet till styrelsens förslag var att B-aktiernas närmast obefintliga röststyrka hade uppfattats som negativ av många investerare. Mest kritiska hade de utländska ägarna varit, som med 60 procent av aktiekapitalet endast kontrollerade 2,2 procent av den samlade röststyrkan.¹²² Förespråkare för röstvärdesdifferenser menade att detta var ett dåligt skäl för att dra ned röstvärdesdifferenserna. Man ansåg att den höga andelen utländskt investerat kapital kunde vara ett bevis för att de utländska investerarna inte såg det starkt begränsade inflytandet i bolaget som ett hinder. Efter omstämplingen av B-aktierna tog de utländska ägarna över även röstmässigt i Electrolux. Tillsammans kom de upp i 47 procent av rösterna,¹²³ vilket idag har minskat till ca 40 procent.¹²⁴

De två huvudägarna i Electrolux, Wallenbergbolagen Investor och Incentive, som tillsammans kontrollerade 93,6 procent av rösterna (45,3 resp. 48,3) med endast 3,9 procent av kapitalet fick se sitt röstinflytande minska drastiskt till 22,3 procent (11,3 resp. 11).¹²⁵ Idag är Wallenbergsfärens innehav närmast oförändrat, 22,4 procent.

Trots den minskade rösträtten i Electrolux var Investor och Incentive delaktiga i beslutet att ändra röstskillnaderna i bolaget. Investors VD Claes Dahlbäck ansåg vid tillfället att en röständring var viktig för Electrolux värdering och för att locka fler placerare. Beslutet fattades för att blidka utländska investerare som inte ville investera i bolaget, just på grund av röstskillnaden.¹²⁶

Många ansåg det vara sensationellt att Wallenbergsfären frivilligt avstod ett så stort inflytande i Electrolux – från 93,6 till 22,3 procent av rösterna. En faktor som påverkat beslutet påstods vara att effekten av ett avskaffande skulle bidra till eskalerad konkurrens om samtliga aktier och att detta skulle leda till en ökad prissättning på aktierna.

¹²¹ Hedberg, Christer, *Electrolux: Förändring av röstvärdet höjer kursen*, Svenska Dagbladet Näringsliv, 1998-03-11

¹²² *ibid.*

¹²³ Bruce-Martinsson, Madeleine, *Börs & Finans: Rösträttsrevolution i Electrolux*, Dagens Industri, 1998-03-11

¹²⁴ AB Electrolux hemsida: <http://investors.electrolux.com/> 2002-05-23

¹²⁵ Cervenka, Andreas, *Makten sprids i Electrolux – Wallenbergsfären späder ut sig själv men behåller greppet*, Finanstidningen, 1998-03-11

¹²⁶ *ibid.*

En direkt konsekvens av beskedet om en korrigerig i röstvärdesystemet var att Electrolux-aktien steg med 22 kronor till 637 kronor och därmed var en av dagens stora vinnare på Stockholmsbörsen.¹²⁷ Michael Treschow, VD på Ericsson och före detta VD på Electrolux, har dock uttalat att rösträttsändringen i Electrolux inte haft någon egentlig betydelse för bolaget.¹²⁸

I Electrolux var frågan om kompensation till A-aktieägarna aldrig varit aktuell. Inget skadeståndsanspråk har gjorts, varken från utländska ägares sida eller från svenska investerare.¹²⁹

5.4.2 SKF

I april 1999 var det ännu en gång dags för Wallenbergssfären att se sin makt minska i ett svenskt storföretag. Denna gång var det kullagertillverkaren SKF som stämplade om delar av sina B-aktier till A-aktier och därmed ändrade rösträttsrelationen mellan aktieslagen från 1/1000 till 1/10. Genom omstämplingen minskade Investors röstandel från 33,2 procent till 29,4 procent. En annan storinnehavare av röster – Skanska – fick sitt röstinnehav reducerat från 20 till 17,7 procent.¹³⁰ I SKF blev alltså förändringen i röstvärden inte lika markant för de stora ägarna som den blivit i Electrolux året innan. Detta berodde antagligen på att antalet A-aktier var så många i SKF.¹³¹ Omstämplingen av aktierna i SKF ledde inte till någon ökad värdering av bolaget.¹³²

På bolagsstämman 2002 beslutades efter förslag från styrelsen att SKF skall tillåta omstämpling av B-aktierna till A-aktier löpande. Anledningen till detta är i första hand, att likviditeten i aktierna skall förbättras samt att rabatten på A-aktien skall elimineras.¹³³ I SKF är aktieslagen ungefär jämnstora idag men det finns fler ägare av A-aktier än av B-aktier. Handeln i A-aktierna har ändå varit lågfrekvent och värderingen på A-aktien har varit betydligt lägre än på B-aktien. När förslaget kom togs detta emot positivt av börsen. A-aktien steg genast med 7,5 procent. Det har dock påpekats att förslaget att frivilligt omstämpla A-aktier innebär att de som väljer att behålla A-aktierna ostämplade gynnas maktmässigt. För varje A-aktie som stämplas om ökar ju de kvarvarande A-aktiernas relativa inflytande.¹³⁴ Frågan om ersättning till A-aktieinnehavarna var inte heller i SKF aktuell.¹³⁵

¹²⁷ Bruce-Martinsson, Madeleine, *Börs & Finans Rösträttsrevolution i Electrolux*, Dagens Industri, 1998-03-11

¹²⁸ Carlsson, Bengt, *Frågan om rösträtt tonas ned*, Dagens Nyheter Ekonomi, 2001-10-28

¹²⁹ Carlsson, Bengt, *Röstsvaga aktier kan bli starka*, Dagens Nyheter Ekonomi, 1999-11-25

¹³⁰ Amcoff, Erik, *Börs och Finans: Ändrad rösträtt i SKF* Dagens Industri, 1999-01-29

¹³¹ *ibid.*

¹³² Gimbe, Peter/Ekelund Urban, *Ny aktiestruktur skulle lyfta Ericsson-kursen*, Finanstidningen, 1999-03-23

¹³³ Harjulin, Mathias, *Börs och Finans: Stockholmsbörsen hämtade andan*, Dagens Industri, 2002-03-01

¹³⁴ Braconier, Fredrik, *SKF:s ägare kan tjäna på minskad makt*, Svenska Dagbladet, 2002-03-01

¹³⁵ Carlsson, Bengt, *Röstsvaga B-aktier kan bli starka*, Dagens Nyheter, 1999-11-25

6 INTERVJUSTUDIER

I föreliggande empiriavsnitt återges de intervjuer som genomfördes i Stockholm 14-15 maj 2002 samt i Lund 22 maj. Fem personer har valts ur det svenska näringslivet samt ur universitetsvärlden för att företräda olika ståndpunkter i debatten, och vi har valt att inleda med den representant som vi ansåg bäst kunde anföra de argument som förespråkarna av röstvärdesdifferenser har. Avsnittet avslutas med motsvarande kant – motståndarna till differenser i rösträtt. Däremellan kommer intervjun med en stor institutionell ägare samt en aktieorienterad organisation att presenteras. Kapitlet konkluderas med en analys där intervjupersonernas argument och åsikter granskas och diskuteras.

6.1 Jacob Palmstierna

Jacob Palmstierna är Ekon. Dr h.c. Styrelseordförande i Bilia och Siemens Sverige. Tidigare ordförande i Nordbanken (nu Nordea) och styrelseledamot i bl.a. Electrolux, Tetra Pak, Stora Kopparberg (nu Stora Enso) och VD i Skandinaviska Enskilda Banken (SEB).

Jacob Palmstierna har i debatten om röstvärde tagit ställning för ett bevarande av röstvärdesdifferenser i de svenska bolagen.¹³⁶

Jacob Palmstierna vill att debatten om röstvärdesdifferenser skall ses ur det perspektiv att välståndet i Sverige försämrats under de senaste decennierna. Palmstierna baserar sin ställning för röstvärdesdifferenser på tre argument.

För det första anser Palmstierna det vara tillväxtfrämjande med röstvärdesdifferenser. Ökad tillväxt säger Palmstierna, betyder mer att fördela, vilket framför allt gynnar de resurssvaga i samhället. Palmstierna påpekar att många företag med stor tillväxtpotential är helt beroende av externt kapital från börserna för att kunna utvecklas. Han menar att flera av ägarna till dessa medelstora företag skulle undvika att ta sitt företag till börserna om inte möjligheten fanns att bevara kontrollen i företagen genom röstvärdesdifferenser. Ägarna vill helt enkelt fortsätta driva företagen långsiktigt efter egen vision och man skulle föredra stabilitet framför tillväxt menar Palmstierna. Som exempel på detta nämner Palmstierna att han inte tror att Erling Persson skulle tagit H&M till börserna om han inte haft möjligheten att själv behålla kontrollen i bolaget. Palmstierna menar att det är teoretiskt intressant att tillåta röstdifferenser i mindre och medelstora bolag och sätta upp en storleksgräns vid vilken röstvärdesdifferenserna måste tas bort men han säger samtidigt att det är praktiskt omöjligt och egentligen ganska ogenomtänkta tankar. Dels menar han, skulle en sådan gräns förmodligen verka hämmande för entreprenörer som då skulle veta att deras frihet var tidsbegränsad, troligen skulle utvecklingen avstanna. Dels skulle man genast börja leta efter ett sätt att komma runt förbudet eller storleksgränsen.

¹³⁶ se exempelvis; Palmstierna, Jacob, *Sverige behöver A- och B-aktier*, Dagens Industri, 2002-03-23

För det andra anser Palmstierna röstvärdesdifferenser leda till ett mer långsiktigt perspektiv i bolagen genom att man vågar satsa mer. Han menar att ett långsiktigt perspektiv innebär att man accepterar resultatsvackor som beror på att man går in på nya marknader eller satsar på ny teknologi. Här nämner Palmstierna Ericsson och menar att Ramqvist aldrig vågat satsa så mycket på utvecklingen av mobila nät om han inte vetat att han hade Investor och Industrivärden som genom att de är stora, kapitalstarka företag, hade möjlighet att se den stora investeringen som detta innebar, i ett långsiktigt perspektiv. Dessutom menar Palmstierna att systemet med olika rösträtter ofta motsvarar olika aktieägares olika önskemål och behov. De som önskar makt och har ett långsiktigt perspektiv köper A-aktier medan de som är mer intresserade av bara avkastningen på aktien och har förtroende för de som redan styr bolaget, köper B-aktier. Ett exempel på detta menar Palmstierna är att många såväl privata ägare som institutionella ägare, investerar i H&M för att de vet att det är Stefan Persson som leder bolaget och för att de tror att han kan göra det på ett bra och långsiktigt sätt. Palmstierna menar också att de som förespråkar en aktie, en röst ofta är de som ser möjligheter att göra korta vinster. Det lättaste som finns är att få ett företag att gå mycket bra i ett kort perspektiv om man bara är intresserad av snabba pengar och en sådan utarmning av företagets framtid kan ge stora vinster menar Palmstierna. Som exempel på detta nämner han när Mats Qviberg & Sven Hagströmer, med sitt bolag Investment AB Öresund, köpte upp Custus. I princip menar Palmstierna att det kanske är teoretiskt förkastligt att skydda ägande överhuvud men menar att det har positiva effekter. Exempelvis tror han inte att företag som Tetra Pak, IKEA och H&M som gjort mycket för Sverige, hade fortsatt att utvecklas som de gjort om det inte varit för deras ägares olika sätt att skydda sig mot uppköp. Palmstierna menar att A- och B-aktier är det mest sympatiska skyddet mot uppköp och företagsslakt. Det är emellertid viktigt att tänka på att alla fientliga övertag inte är slakt och att många företag mår bra av att tas över och kanske styckas, påpekar Palmstierna.

I det tredje argumentet menar Palmstierna att röstvärdesdifferenser leder till ökade möjligheter att behålla huvudkontoren i Sverige. Palmstierna påpekar att Sverige har oproportionellt många stora företag och att det svenska samhället är mycket beroende av dessa företag. Företagen sysselsätter arbetskraft såväl direkt som indirekt och de ställer krav på andra företag i samhället, vilket ger Sverige en mer konkurrenskraftig miljö. Palmstierna tror att flera av dessa företag som exempelvis Ericsson, Atlas Copco, SCA och Electrolux hade flyttat sina huvudkontor utomlands redan om inte differentierad rösträtt förekommit i Sverige. Därför menar Palmstierna, har det länge funnits en slags symbios mellan socialdemokraterna och Wallenbergssfären rörande frågor som röstvärdesdifferenser. Wallenberg har varit bra för Sverige och det har socialdemokraterna varit medvetna om. Palmstierna menar att utländska uppköp som regel medför att huvudkontoren flyttas utomlands och att det därför är framför allt mot utländska uppköp röstvärdesdifferenser skyddar svenskt näringsliv. Svenska uppköp leder inte till flytt utomlands, menar Palmstierna. Palmstierna anser påståendet att utländska företag är mer produktiva och att ett stort utländskt ägande därför skulle vara bra för Sverige, vara en oriktig generalisering. Samtidigt menar Palmstierna att det är viktigt att vi inte gör villkoren annorlunda för utländska investerare än för svenska investerare eftersom svenska företag i hög utsträckning gör uppköp utomlands och eftersom det därför är viktigt för svenska företag att andra länder inte gör sådana affärer omöjliga. Palmstierna menar också att det är bra för företagen att inte alla kontor finns i t.ex. London eller New York. Han drar här en parallell till Nokia vars finska kultur enligt Palmstierna är ett

utmärkt exempel på att en unik hemmamiljö kan ha mycket stor betydelse för ett företag. Palmstierna menar också att man ofta inte kan förutse vilka företag som är morgondagens "vinnare" och nämner som exempel på detta att ingen kunnat gissa att H&M skulle vara så framgångsrikt som det är idag, när företaget startade. Man skall inte tro att företag alltid utvecklas bäst i London eller USA, menar Palmstierna. Med en förankring på hemmaplan drar man nytta av lojalitet och pliktkänsla, menar Palmstierna och påpekar också att Sverige har mycket kompetens att erbjuda företagen i vår miljö.

Palmstierna framhåller att aktier med olika rösträtt inte är det viktigaste medlet för att öka tillväxten eller säkerställa ett långsiktigt perspektiv, men han menar att det är ett medel bland andra som bidrar till ett positivt företagsklimat. Dessutom påpekar han att alla argument rymmer såväl positiva som negativa aspekter, men menar att det finns många exempel på att A- och B-aktier, rätt använt, kan vara mycket bra. De risker som Palmstierna ser med A- och B-aktiesystemet är att det kan leda till att det tillsätts styrelser som inte är tillräckligt kompetenta och att "nytt blod" inte kommer in i bolagen. Samtidigt menar han att företagen är utsatta för marknadens krafter även i dessa frågor och att de därför tvingas lyssna till marknaden.

Beträffande principen en aktie, en röst menar Palmstierna att denna utgår från den demokratiska principen en man, en röst, som baseras på ett fundament i rättsstaten, nämligen att alla människor har lika värde. I ekonomins värld ser det dock annorlunda ut menar Palmstierna och framhåller att det alltid är hur mycket pengar man har satsat i företaget som bestämmer vilken risk man tar. Huvudprincipen är att rösträtten skall spegla risktagandet. Röstskillnader utgör ett undantag som aktieköparen emellertid är medveten om när han förvärvar aktien.

Palmstierna är dock inte beredd att försvara rösträttskillnader som är så stora som 1:1000 och därmed möjliggör en situation som i Ericsson där man kan ha 7-8% av kapitalet och 88% av rösterna och i evig tid styra bolaget. Han har dock inget bra uppslag på hur man skall hantera detta. Att gå ner till 1:10 differenser såsom man har gjort i Electrolux skulle kunna vara en väg tycker Palmstierna. Palmstierna menar också att företag utan röstvärdesdifferenser får en bättre värdering och därigenom ett bättre skydd mot ovälkomna uppköp och påpekar att detta vore något för Ericssons ägare att reflektera över. Han ser dock ett problem i hur A-aktieägarna skall kompenseras i så fall i Ericsson-fallet. A-aktieägarna har ju en gång köpt sina aktier till A-aktiepris och borde därför vara berättigade kompensation.

Palmstierna menar att det är paradoxalt att, såsom man gör från amerikanskt håll, tala för att ett avskaffande av röstvärdesdifferenserna skulle skapa ett "level playing field", dvs. likartade villkor för företag i olika länder. Han menar att så länge förutsättningarna är så vitt skilda i olika länder som de är idag är det inte rättvisande att mena att man skulle uppnå likartade villkor för företag i olika länder genom att ta bort röstvärdesdifferenser. Palmstierna påpekar att många företag i USA använder rösträttskillnader, som exempel på detta nämns GM, Coca Cola, New York Times och Washington Post, och att möjligheten dessutom är större för amerikanska företag att använda sig av "poison pills" som skydd mot fientliga uppköp. Palmstierna tror därför att ett bortskaffande av rösträttsdifferenser skulle leda till en större

obalans mellan amerikanska och europeiska företag. Därför menar Palmstierna att man bör ”städa hemma först” i USA innan man kräver förändringar från Europas sida.

Palmstierna påpekar att många europeiska länder tillåter aktier med olika rösträtt. Dessutom påpekar han att det finns andra modeller i flera länder som verkar på samma sätt som röstvärdesdifferenser men som är betydligt mindre genomskiktliga än A- och B-aktiesystemet som tillämpas i Sverige.

Palmstierna menar att det svenska systemet är bra därför att det är öppet och ”genomskinligt” på så sätt att investerarna vet precis vad som gäller när de köper A- respektive B-aktier i exempelvis Ericsson. Om man inte gillar systemet behöver man inte köpa aktier i ett företag med röstvärdesdifferenser menar Palmstierna. Palmstierna menar att de kontraktuella spelreglerna är klara i företag med rösträttsdifferentiering och jämför med andra länder där det kan krävas att man ingående studerar företags bolagsordning för att veta vad som gäller och därmed vad man köper. På alla system skall kraven på stor öppenhet och lika information till alla aktieägare ställas.

Beträffande harmoniseringen inom EU menar Palmstierna att han naturligtvis är för konkurrens på lika villkor men att ett borttagande av röstvärdesdifferenserna inte leder till lika villkor. Han menar också att man antagligen snabbt kommer att hitta ett sätt att ”gå runt” ett förbud mot röstvärdesdifferenser och hitta konstruktioner med samma effekt. Palmstierna tror heller inte att expertgruppens förslag kommer att gå igenom i den del det avser ett borttagande av röstvärdesdifferenser i samband med företagsövertaganden. Han menar dock att en ökad likhet emellan de europeiska bolagsrättsreglerna vore bra och menar att man kommer att nå dit genom att det sätts mycket tryck på EU men menar också att det kommer att ta tid. I dagsläget ser dock inte Palmstierna någon bra lösning som snabbt skulle kunna leda till ökad likhet i Europa i dessa frågor.

6.2 Per Samuelsson

Per Samuelsson är professor vid Institutionen för handelsrätt, Ekonomihögskolan vid Lunds universitet, samt adjungerad professor vid Handelshögskolan i Stockholm

Per Samuelssons inställning om röstvärdesdifferenser är att man inte bör lagstifta mot dessa. Samuelsson menar att det vid all lagstiftning är upp till lagstiftaren att göra troligt att lagstiftning verkligen behövs och i detta fall effektiviserar exempelvis riskkapitalanskaffningen. Samuelsson menar att han idag inte ser någon anledning att inskränka valfriheten beträffande röstvärdesdifferenser genom lagstiftning. Samuelsson menar att det inte är visat att röstvärdesdifferenser har några negativa samhällsekonomiska effekter.

Samuelssons främsta argument är avtalsfriheten. Han menar att det måste vara upp till marknads aktörer att ta ställning till huruvida röstvärdesdifferenser skall finnas eller inte. Vill marknaden köpa aktier i företag med röstvärdesdifferenser finns ingen anledning att förbjuda dessa, menar Samuelsson.

Samuelsson menar att den generella skillnaden mellan de olika aktieslagen är att A-aktier innebär ett lägre ekonomiskt risktagande i förhållande till den makt som följer med dem. Samuelsson menar att aktierna är prissatta efter detta och att marknaden på så sätt reglerar dessa olikheter effektivt. B-aktierna säljs ofta med en premie, en slags "rabatt". Detta påstående har betydande empiriskt stöd. Genom att marknaden prissätter A- och B aktier olika kan detta tolkas som att marknaden reglerar förhållandet mellan aktieslagen genom prismekanismen..

Samuelsson hänvisar till rabatten på aktier i investmentbolag. Investmentbolagsaktier är generellt lägre värderade än värdet på företagets samlade tillgångar även när tillgångarna uteslutande består av aktier i noterade bolag. Anledningen till detta menar Samuelsson är att marknaden inte uppskattar "portföljrisk". Man är inte säker på utvecklingen i investmentföretagen och därav köps investmentbolag med substansrabatt. Samuelsson påpekar att empiriska undersökningar visar att det fungerar på samma sätt med konglomerat. Summan av de enskilda delarna i ett konglomerat är nästan undantagslöst värda mer än helheten. Som exempel tar Samuelsson Volvo, som under Gyllenhammars ledning använde sig av konglomeratformen och koncernen/konglomeratet var då lägre värderat än de enskilda delarna i konglomeratet.

På samma sätt menar Samuelsson, kan B-aktieägare känna sig osäkra på hur A-aktieägarna kommer sköta företaget. Samuelsson menar att det kan uppkomma en form av principal-agent-förhållande som leder till agentkostnader när ett företag emitterar aktier med röstvärdesdifferenser. Marknaden räknar därför, i prissättningen av aktierna, med att skötseln inte kommer att vara optimal och man vill därför ha rabatt för de agentkostnader som uppkommer.

Att det idag på börsen inte är någon större skillnad i priset på A- och B-aktier och att A-aktier ibland till och med är lägre prissatta än B-aktier förklarar Samuelsson med att förfoganderätten över A-aktiernas röster ofta i viss mån är "låst". Förfoganderätten kan vara "låst" genom att aktierna är svåra att omsätta eller genom bestämmelser i bolagsordningar och konsortialavtal. Samuelsson exemplifierar detta med företaget Perstorp AB vars kontrollpremie var negativ fram till försäljningen. Samuelsson menar att detta troligen berodde på att företaget A-aktier var mycket utspridda bland ägare som i betydelsefulla frågor inte vara eniga och därför var svåra att sälja.

På så sätt menar Samuelsson att marknaden själv reglerar olikheterna mellan aktieslagen genom rabatten. Han menar att det därför inte finns någon anledning för staten att gå in och reglera rösträttsdifferenserna. Samuelsson påpekar också att vid ett eventuellt borttagande av röstvärdesdifferenserna kommer frågeställningar om ersättningen till A-aktieägarna att behöva beaktas. Dessa har ju de facto betalat för sin makt, menar Samuelsson.

Uppfattningen att det måste finnas en perfekt korrelation mellan kapital och röster, dvs. uppfattningen om en aktie, en röst, är enligt Samuelsson en sammanblandning med det demokratiska synsättet en man, en röst. Företag är inte demokratiska institutioner, påpekar Samuelsson, och detta är därför inte riktigt jämförbart.

Samuelsson menar att det finns ett behov av det som uppnås med A- och B-aktier eftersom systemet finns idag. Han påpekar att röstvärdesdifferenser fyller en funktion bland annat genom att de används av entreprenörer för att behålla kontrollen över företagen i anskaffningen av riskkapital. Behovet försvinner inte för att man lagstiftar emot det, menar Samuelsson, utan man kommer att hitta nya sätt att bibehålla kontroll i företagen. Om entreprenörer vill ge ut aktier med olika rösträtt ser Samuelsson ingen anledning att förbjuda detta. Ingen måste ju köpa aktier i ett företag med skilda rösträtter, påpekar han.

Samuelsson påpekar också att i de företag som tagit bort rösträttsdifferenser, skillnaden i värdering på företagen blivit mycket liten, vilket skulle betyda att inte heller aspekten att få högre värderade företag skulle vara en anledning att förbjuda röstvärdeskillnader.

Beträffande Ericsson tror inte Samuelsson att röstvärdesdifferenserna är den egentliga anledningen till företagets problem..

Samuelsson tror inte heller att röstvärdesdifferensernas vara eller inte vara har någon egentlig inverkan på det utländska ägandet. Han påpekar att det utländska ägandet redan idag är stort i Sverige och att inget tyder på att detta skulle påverkas negativt av att vi tillåter röstvärdesdifferenser i Sverige. Utländska investerare låter inte sina placeringsval ensidigt styras av om röstvärdesdifferenser förekommer eller inte..

Samuelsson framhåller att bakgrunden till EU:s agerande i frågan är att man inom unionen vill få igång en fungerande marknad för företagskontroll. Inom EU tror man enligt Samuelsson att ett direktiv som förbjuder röstvärdesdifferenser skulle vara ett instrument för att minska principal-agent-kostnaderna, Samuelsson tror dock inte att den väg EU valt är adekvat för det man vill uppnå. Han tror också att det finns en risk att ett borttagande av röstvärdesdifferenser idag, skulle öppna upp Europa för fientliga bud. Samuelsson tror att vi kommer att få se mer homogena regler inom Europa men han menar att det kommer att ta lång tid.

6.3 Ramsay Brufer

Alecta utvecklar, erbjuder och förvaltar tjänstepensioner. Företagets kärnverksamhet består i att förvalta tjänstepensionsplanen ITP, som grundas på ett kollektivavtal mellan arbetsmarknadsparterna Föreningen Svenskt Näringsliv och PTK. Alecta innehar svenska aktier till ett värde av 70 miljarder kronor. Totalt uppgår bolagets tillgångar till 330 miljarder kronor varav 50% i räntebärande papper, 40-42% i aktier och 8-10% i fastigheter. Med en stark ägarposition på den svenska börsen, är Alecta sedan länge ledande i Sverige på ägarstyrning, det vill säga ett för stora institutioner anpassat aktivt ägande.¹³⁷

Ramsay Brufer är ansvarig för ägarstyrningsfrågor på Alecta. Brufer är också den som är Alectas talesman i frågan om röstvärdesdifferenser och han har därför figurerat i affärspressen i sammanhanget.¹³⁸

¹³⁷ Alecta, Årsredovisning 2001 s. 3

¹³⁸ se exempelvis; Affärsvärlden "Sista striden det är..." 2001-02-21

Brufer berättar att Alecta ingår i internationella nätverk som stöttar principen en aktie, en röst men att Alecta inte har någon fullständigt fastlagd syn vad gäller röstvärdesdifferenser. Principiellt menar Brufer att man på Alecta tycker att det är rimligt att när en aktieägare satsar kapital skall denne också få inflytande. Brufer framhåller att Alecta är positiv till att företag avskaffar röstvärdesdifferenser, men att man inte driver frågan aktivt. Brufer nämner SKF:s beslut vid bolagsstämman 2002 om frivillig omstämpling av A-aktier till B-aktier som ett utmärkt exempel på när detta fungerar.

Brufer menar att problematiken med röstvärdesdifferenser aktualiseras bland annat när ett företag går dåligt och investerarna vill ingripa i bolaget. Behovet av aktiva ägare finns alltid men åsiktsskillnader kan leda till maktstrider vilka kan bli särskilt besvärliga i bolag med flera aktieslag med stora röstvärdesskillnader. Brufer framhåller dock att det inte bara är i företag med röstvärdesdifferenser som ägarstrider uppstår, även i företag med en dominerande majoritetsägare kan det vara svårt för andra ägare att ha något att säga till om. Brufer tror dock att investerares inställning om röstvärdesdifferenser beror mycket på vilken närhet de har till de bolag de investerat i. Brufers erfarenhet är att styrelseledamöter och majoritetsägare är positiva till en dialog med andra aktieägare, t.ex. ifråga om kandidater till styrelseposter.

Mot bakgrund av det ökade institutionella ägandet i Sverige har det ifrågasatts huruvida avkastningsdrivande institutioner verkligen är lämpade att driva företag på det sätt som kan bli aktuellt om man tar bort röstvärdesdifferenser och institutionernas ägarandelar plötsligt kommer att motsvaras av lika rösteandelar. Brufer understryker att Alecta inte har något industriperspektiv eller någon ambition att driva svenskt näringsliv. Däremot menar han att bolagsstämmans största ansvar är att tillse att bolaget i fråga får den bästa möjliga styrelsen. Detta är något som Alecta och andra institutionella ägare absolut är lämpade att göra. På frågan om Alecta i detta avseende skiljer sig från andra institutionella ägare framhåller Brufer att Alecta kan ha en något längre investeringshorisont vilket är en konsekvens av Alectas uppdrag att förvalta ITP-planen. ITP-planens grundprincip är att den enskilde går in i planen vid 28-års ålder och blir pensionär vid 65 år. Alecta får därmed ett mycket långt förhållande till de blivande pensionärerna, vilket i viss mån kan påverka investeringshorisonten i placeringarna. Brufer menar att fondförvaltare, som exempelvis Robur och SEB Fonder med flera, genom sitt mer kortsiktiga perspektiv skiljer sig från Alecta och därför kan tänkas ta en annorlunda ägarroll. Livförsäkringsbolag och andra pensionsförvaltare torde dock likna Alecta i detta sammanhang då de har ungefär samma långsiktiga förhållande till sina kunder som Alecta har, menar Brufer.

Brufer tror inte att ett avskaffande av röstvärdesdifferentiering skulle leda till en invasion av utländska investerare vars ambition är att flytta företag från Sverige till utlandet. Brufer menar istället att detta problem skulle komma att intensifieras i samband med ett EMU-inträde då kapital i större utsträckning än idag kommer att röra sig över gränserna. Brufer menar i vart fall att företag som styrs i utländsk regi inte enbart medför positiva eller negativa effekter. Vad gäller arbetstillfällen och avkastning anser Brufer det vara betydelselöst om företag är i svensk eller utländsk ägo. Däremot menar Brufer personligen att det kan ha betydelse för exempelvis det stöd som ges universitet och högskolor att företag är i svensk ägo. Brufer

påpekar också att det är av stor vikt för Sverige som nation att ha ett väl fungerande näringsliv. Färre företag med huvudkontor i Sverige leder till färre högre tjänster och därmed minskade karriärvägar för personer bosatta i Sverige. Vidare säger Brufer att det finns tendenser till att utländska ägare som tagit över svenska företag minskar på nyinvesteringarna i Sverige till förmån för andra länder. Detta kan leda till en utarmning av mångfalden i svenskt näringsliv säger Brufer. Brufer menar emellertid att Sverige behöver utländskt kapital och påpekar att det därför är viktigt att utländska investerare har en positiv bild av svensk aktiebolagslagstiftning och svenskt företagsklimat. Vidare förklarar Brufer att han anser att delar av den inhemska debatten om röstvärdesdifferenser inte alls drivs i andra länder på samma sätt. Flera länder i Europa men även USA har liknande system.

Beträffande Ericsson har Alecta inflytande i företaget dels genom ägande och dels genom att Alectas VD, Lars Otterbeck, sitter i Ericssons nomineringskommitté. I kommittén finns även representanter från Investor, Industrivärden och Robur.

Brufer anser att en så stor röstvärdesdifferens som 1:1000 är otidsenlig. Brufer menar att det är principiellt orimligt att en ringa kapitalinsats kan erhålla så stora mängder röster som i Ericsson. Brufer låter dock förstå att Alecta inte driver frågan om avskaffande av Ericssons röstvärdesdifferens. Skälet är att i det rådande marknadsläget skulle en förändring i rösträtten kunna leda till ett alltför lågt bud på bolaget. Risken finns att mindre långsiktiga ägare skulle ha svårt att tacka nej till ett bud som i ett kortsiktigt perspektiv verkar högt, menar Brufer. Brufer påpekar att långsiktighet är mycket viktigt för stabiliteten i ett företag och att Ericsson är i behov av ett stabilt och långsiktigt ägande för att nå bra resultat i framtiden. Detta är ett av de skäl som Alecta framhåller till skydd för röstvärdesdifferentiering i Ericsson.

Brufer menar att man skulle kunna gå en ”mellanväg” i Ericsson och ändra röstvärdesdifferenserna från 1:1000 till 1:10.

Brufer tror att en del av Ericssons problem idag kan bero på att rösträttsskillnaderna i bolaget är stora och att styrelsen inte lyssnat på marknaden. Samtidigt påpekar Brufer att ett tecken som tyder på att Ericsson nu hörsammat kritiska aktieägare är att företaget vid bolagsstämman 2001 valde en nomineringskommitté. Resultatet av nomineringskommitténs arbete framgick vid årets bolagsstämma då tre av nio styrelseledamöter byttes ut. På så vis har styrelsen förhoppningsvis erhållit ökad bredd och förvärvat kompetens som saknades i bolaget, menar Brufer.

Brufer anser att bästa tillfället för bolag att förändra sin ägarstruktur är i samband med en nyemission av aktier. Då ska nytt kapital in i bolaget och det är då lättare att ställa krav för att delta i emissionen. Brufer menar att aktier som köps på börsen köps i ”andra hand”, dvs. med en accept av existerande villkor, exempelvis den rösträtt som är förknippad med aktien. Vid nyemission däremot är det fråga om ”nya” pengar och då kan nya villkor ställas, menar Brufer.

Enligt Brufer utgör frågan om ersättning till A-aktieägarna en stor del av den problematik som omger röstvärdesfrågan i Ericsson. Brufer menar att vid ett bibehållande av rösträttsförhållande 1:1000 skulle en lösning för Ericsson kunna vara att vid nyemission göra en

kombination av A- och B-aktier. Brufer menar då att man skulle kunna justera den röstandel som Investor och Industrivärden har idag, över 80 %, till en enligt Brufer mer rimlig nivå.

Brufer säger att problemet med bolag med flera aktieslag som har olika röstvärde är att det inte går att sätta ett värde på de aktier som har högre röstvärde, då det inte går att sätta in makt som en matematisk faktor i en värderingsmodell. I de fall en aktie inte enbart har högre röstvärde utan också någon annan fördel som till exempel fast eller garanterad avkastning går det att beräkna ett teoretiskt värde. Generellt sätter inte marknaden ett pris på makt annat än i lägen då det föreligger en ägarstrid.

På frågan om EU:s förslag till förbud mot röstvärdesskillnader tror Brufer att utsikterna för att EU-direktivet skall gå igenom är dåliga. Han säger att det kanske inte är önskvärt att direktivet skall gå igenom eftersom den här typen av uppköpsblockerande fenomen existerar på flera håll än i Sverige. Han menar att debatten ofta handlar om Ericsson när skevheter mellan aktieägare diskuteras men att till exempel "golden shares" i Frankrike, korsägande i Italien och "poison pills" i USA är instrument som är minst lika illa som röstvärdesdifferentiering i svenska företag.

Hur löses då frågan med röstvärdesdifferenser i framtiden? Brufer menar att utvecklingsbolag och entreprenörer behöver externt kapital för att kunna finansiera sina idéer och expandera, men samtidigt behålla makten i sitt företag. Brufer har en idé om att ett förbud mot röstvärdesdifferenser skulle kunna införas vid ett visst börsvärde. Då kan mindre och medelstora företag få det tillskott av kapital som behövs för expansion samtidigt som stora börsföretag med spritt ägande tvingas ta hänsyn till B-aktieägarnas röster och idéer genom ändrade rösträttsregler.

6.4 Lars Milberg

Aktiespararna är en partipolitiskt oberoende intresseorganisation för aktiesparare i Sverige. Föreningen har 115 000 medlemmar, 155 lokala avdelningar och består i huvudsak av tre verksamheter:

- *Lobbying – Aktiespararna verkar för bättre villkor för aktiesparare genom att bland annat medverka på bolagsstämmor och föra en diskussion med politiska partier.*
- *Kunskapsfrågor – Aktiespararna utbildar sina medlemmar.*
- *Aktiehandel – Aktiespararna erbjuder sina medlemmar olika aktiehandelstjänster*

Aktiespararna har också en omfattande internationell verksamhet. Aktiespararna är medlem i organisationen Euroshareholders, vars syfte är att lyssna av debatten i Europa och bereda möjlighet för medlemmarna, dvs. europeiska aktiesparare, att göra sin röst hörd i debatten. Aktiespararna förser också amerikanska fonder med information om den svenska aktie marknaden och får därigenom inblick i hur det ser ut i USA.

Lars Milberg är chefsjurist på Aktiespararna och arbetar framför allt med den delen av verksamheten som innebär lobbying, bolagsstämmor och juridisk rådgivning.

Den bärande principen i Aktiespararna angående differenser i röstvärde är att en aktie skall vara lika med en röst. Organisationen menar att ägarna är lika självklara i ett företag som väljarna är i ett politiskt system. Den grundläggande uppfattningen hos Aktiespararna är alltså att inflytandet i ett företag skall följa kapitalinsats i detsamma.

Grundtanken i Aktiespararna är dock att alla aktieägare skall värnas om och således även de med aktieinnehav i Industrivärden och Investor. Därför blir det ett dilemma för Aktiespararna vilken ställning man skall ta i förhållande till redan existerande röstvärdesdifferenser.

Aktiespararna anser det vara mycket viktigt att värna om sina medlemmars äganderätt. Man anser inte att en rättighet kan tas bort utan kompensation. Dessutom anser man det vara ett problem att det rått avtalsfrihet för bolagsordningar tidigare och att de aktieägare som innehar A-aktier idag en gång avstått från en ekonomisk andel i ett företag mot att få behålla makten i bolaget. Aktiespararna anser att ett krav på förutsebarhet innebär att man inte plötsligt kan ogiltigförklara ett sådant avtal. Dock påpekar Milberg att det egentligen kan ifrågasättas hur mycket olika investerare verkligen ”skjutit in” i bolagen och menar att debatten kanske skulle se annorlunda utom man tog hänsyn till exempelvis inflation, ”splittar” osv. när man tittar på insatt kapital. I vart fall anser man på Aktiespararna mot bakgrund av dessa argument att ett avskaffande av röstvärdesdifferenser bara kan accepteras om det från företagets sida sker frivilligt, förklarar Milberg.

Milberg menar att Sverige har västvärldens värsta skattesystem, vilket leder till att mängden privatkapitalister minskar och det institutionella ägandet ökar. En konsekvens av att ta bort röstvärdesdifferentiering är att det institutionella ägandet ökar. Milberg är inte säker på om detta verkligen är bra för Sverige och de svenska företagen. Han menar att institutioner ofta inte har den branschkunskap eller den långsiktighet som krävs för att driva företag.

Milberg anser också att Sverige på grund av de höga skatterna hamnar i ett underläge vad gäller möjligheterna att attrahera investerare. För att Sverige ska kunna vara attraktivt att både investera och bedriva företag i, krävs enligt Milberg att vi får bättre regler och skatter än våra konkurrenter, det räcker inte att vara jämn god dem.

Milberg menar också att det svenska skattesystemet leder till ökat utländskt ägande och att företagen som en följd av detta emellanåt lämnar Sverige. Detta är ohållbart, menar Milberg, och poängterar att för att det skall vara möjligt att behålla företagen i svensk ägo, det krävs att åtgärder vidtas innan systemet med A- och B-aktier avskaffas och man därmed öppnar upp för uppköp från utlandet. Milberg menar att det är tack vare differenser i rösträtt som vissa stora företag i Sverige stannat innanför landets gränser. Ägarna har beretts möjlighet att stanna kvar inom företagen då utländska investerare till följd av systemet med A- och B-aktier varit blockerade att göra stora uppköp och erhålla röstmajoritet. De ursprungliga ägarna besitter genom ett långsiktigt arbete stor kunskap och detta har varit till fördel för en mängd företag i Sverige och även för samhället i stort, menar Milberg.

En del röster i det svenska samhället menar att det utländska ägandet i Sverige inte är negativt utan att det tvärtom leder till mer produktiva och lönsamma företag, något som även regeringen uttalat. Lars Milberg påpekar att detta gällde fram till det att Avesta i Degerfors

lades ner av sina utländska ägare, trots att företaget var lönsamt och trots att ledningen uttryckt en vilja att fortsätta. Idag, menar Milberg, är det inte lika självklart att utländskt ägande är optimalt.

Beträffande Ericsson anser Aktiespararna det vara omöjligt att i dagsläget helt ta bort röstvärdesdifferenserna i företaget. Det skulle göra att det skulle bli alltför billigt att köpa Ericsson och detta skulle öppna upp för ett bud som kanske skulle komma från utländska investerare menar Milberg. Milberg menar att problemet istället kan lösas vid den stundande nyemissionen. Ericsson har begärt ett stort kapitaltillskott och Milberg tror att institutionerna som äger stora poster B-aktier kommer att ställa krav på bättre villkor för att skjuta till de 30 miljarder som företaget behöver. Milberg menar att ett sätt för Ericsson skulle vara att emittera A- och/eller B-aktier för att spä ut A-aktieägarnas makt och förbättra situationen för B-aktieägarna. Ett problem är dock att potentiella köpare av teckningsrätterna skulle kunna vara Industrivärden och Investor eller utländska investerare. Milberg menar därför att teckningsrätterna som ges ut måste ligga rejält under aktiepriset vid emissionen för att andra investerare ska ha intresse av att köpa dem. Milberg tror att med ett aktiepris som idag ligger på ca 23 kronor, är ett lämpligt teckningspris 15-20 kronor.

Beträffande ersättning till A-aktieägarna ser Aktiespararna detta som det största problemet vad gäller avskaffande av Ericssons röstvärdesdifferentiering. Organisationen utesluter att staten ska utdela ersättning med hänvisning till att skattebetalarna inte har något intresse av att bidra med pengar till A-aktieägarna. Vidare anser Aktiespararna det inte vara troligt att B-aktieägarna vill skjuta till det kapital som krävs eftersom deras kapitalandel inte ökar genom den kapitalinsatsen och eftersom det därför inte finns något incitament för innehavarna av B-aktier att ersätta A-aktieägarna. En tredje variant är nyemission som exempelvis genomförs genom att bolaget emitterar t ex 1,3 aktier till A-aktieägarna och 1,0 till B-aktieägarna och på detta sätt spär ut A-aktieägarnas makt. Även det här ser dock Aktiespararna som otänkbart eftersom det innebär att A-aktieägarna plötsligt får en proportionellt större del av det ekonomiska värdet i bolaget.

Milberg menar att röstvärdesdifferenser egentligen varit en konflikt i svenskt näringsliv en längre tid men att det ändå varit konsensus om att inte diskutera ämnet eftersom många varit nöjda med hur systemet fungerar praktiskt. Exempelvis menar han, har fackföreningarna varit nöjda med att bara behöva föra diskussioner med några få storägare och Wallenbergsfären har varit nöjd med att ha makt. Milberg påstår att dessa grupper nu blivit "tagna på sängen" av Jaap Winters rapport i EU och att detta lett till att grupper som tidigare varit extremt EU-positiva nu inte längre är det.

Milberg anser att utsikterna för EU-direktivet att gå igenom är dåliga. Han menar också att förslaget är orimligt och hänvisar till att det är paradoxalt att kräva att röstvärdesdifferenser skall tas bort när det finns betydligt "värre" regler i andra europeiska länder. Som exempel på detta nämner han att man i vissa länder tillåter aktier helt utan rösträtt, s k Golden shares där man med hjälp av en enda aktie bestämmer i väsentliga frågor. Dessutom nämns regler i bolagsordningar som begränsar röstandet på bolagsstämma och att detta är något som verkligen borde förbjudas eftersom det inte går att förutse när man köper aktier i bolaget om

man inte mycket noggrant studerar bolagsordningen. Milberg menar därför att Sverige bör arbeta mot att EU-förslaget går igenom så länge inte bristen på reciprocitet åtgärdas.

6.5 Mats Qviberg

Mats Qviberg är VD för Investment AB Öresund. Mats Qviberg har i debatten om röstvärdesdifferenser tagit ställning för ett avskaffande av rösträttsdifferenser i de svenska bolagen.¹³⁹

Qvibergs huvudargument för att röstvärdesdifferenser i de svenska bolagen skall avskaffas är att han anser att skillnader i röstvärde inte har några goda effekter för det svenska näringslivet. Qviberg anser istället att röstvärdesdifferenser leder till att maktstrukturer cementeras och att nödvändiga förändringar försenas, eller i värsta fall stoppas helt. Mats Qviberg utgår till stor del från bolagens effektivitet i sin argumentation. Han menar att lika rösträtt motiveras av krav på bättre styrelser och bättre ledning i bolagen.

Qviberg anser att bolagsstyrelser är serviceorgan vars främsta uppgift är att fatta rationella beslut. Bolagsstämman skall fungera som ett kontrollorgan som skall kontrollera att styrelsen sköter sitt arbete. Qviberg anser att lika rösträtt skulle medföra att trycket ökar på företagets styrelser och att dessa skulle tvingas bli mer inriktade på att fatta effektiva beslut. På så sätt menar han att lika rösträtt är bästa sättet att få styrelser och ledningar att fatta rationella beslut. Qviberg påpekar att ett bolags styrelse skall spegla ägandet i bolaget. Han anser att möjligheten för detta ökar om man har lika rösträtt. Exempelvis tror han att antalet kvinnor i börsbolagens styrelser skulle öka om man hade lika rösträtt.

Qviberg menar att det i ett litet land som Sverige med ett fåtal personer med mycket stor makt, finns en risk att styrelseledamöter tillsätts på felaktiga grunder och sedan får stanna omotiverat länge i styrelsen då några få ägare får ett mycket stort inflytande i företagen, t.ex. genom rösträttsdifferentiering. På så sätt, menar han, cementeras maktstrukturer. Qviberg vill istället, i de svenska bolagen, se duktiga styrelseledamöter som tillsatts för just sin kompetens. Han kan tänka sig att styrelseledamöterna skall tillsättas på ett mandat om exempelvis fem eller tio år och att de sedan skall bytas ut för att garantera effektivitet. Som exempel på en åtgärd där man lyckats byta ut en ineffektiv styrelse och ledning nämner Qviberg Sandvik AB. Sandvik utsattes för 20 år sedan för en ”midnattsråd” genom att Skanska, 4:e AP-fonden samt S-E-banken bytte ut styrelsen och ledningen då man ansåg att företaget var illa skött under den dåvarande ledningen. Sandvik är idag ett av Sveriges mest värdefulla och välskötta företag, enligt Qviberg, som menar att detta inte gått att genomföra om inte Sandvik haft en modern bolagsordning, utan röstvärdesdifferenser, som utsätter koncernen för ett ständigt yttre tryck.

Qviberg påpekar att det visserligen finns och har funnits duktiga entreprenörer i Sverige som med hjälp av röstvärdesdifferenser kunnat behålla makten i sina bolag och fått dessa att

¹³⁹ se exempelvis; Qviberg, Mats, Storch, Marcus, *Olika rösträtt stjälper Wallenberg*, Dagens Nyheter, 2002-03-23

utvecklas väl. Han menar dock att systemet med A- och B-aktier kan likställas med en diktatur på så sätt att om ledningen inte sköter sig, går det inte att avsätta den. Han menar att detta inte är något problem så länge bolaget går väl för då vill ingen avsätta ledningen, men att den demokratiska processen hindras när de icke-röststarka ägarna vill byta ut en ineffektiv ledning. Fullt synligt, menar Qviberg, blir detta problem när entreprenörernas barn och släktingar tar över de röststarka aktierna i företagen och inte vet hur man skall sköta bolagen och när de övriga ägarna då inte kan avsätta ledningen.

Principen en aktie, en röst anser Qviberg inte i sig vara fundamental, hans huvudargument för att ta bort röstvärdesdifferenser är istället att man skall tillse att styrelsen gör bättre ifrån sig och på så sätt att företagen erhåller en högre prestationsförmåga. Qviberg påpekar dock att han i sig anser det vara djupt nedsättande att vissa ägares aktier är mer värda än andras.

Argumentet att företag behöver starka ägare bemöter Qviberg på så sätt att det som verkligen skapar starka ägare är att ägarna har en stor kapitalinsats i de bolag där de skall utöva sin makt. Qviberg påpekar att den andel av aktierna i svenska börsbolag som idag ägs av privatpersoner minskar för varje år och han menar att detta är ett problem då det är individer som skapar tillväxt och inte institutioner av olika slag. Qviberg menar att bristen på pluralism i ägandet leder till brist på tillväxt, vilket i sin tur leder till brister för hela samhället.

Beträffande behovet av ”aktiva ägare”, som exempelvis Investor och Industrivärden, för att skapa effektivitet i bolagen när det institutionella ägandet ökar, menar Qviberg att det är viktigt med aktiva ägare men att röstvärdesdifferenser inte är någon garanti för att man uppnår effektivitet. Som exempel på detta nämns Ericsson som på senaste tiden kritiserats för ineffektivt arbete. Här påpekar Qviberg att Nokia inte har några skillnader i rösträtt. Qviberg menar att ineffektiviteten i Ericsson kan bero på en ”terrorbalans” mellan de två röststarka ägarna Investor och Industrivärden.

Qviberg betvivlar också att röstvärdesdifferenser skulle vara bra för de röststarka ägarna. Han ifrågasätter om storägarnas mål, i exempelvis Investor och Industrivärden, är att optimera alla ägares avkastning, eller om de huvudsakligen vill värna om sin egen maktposition. Han menar också att bolag med röstdifferentiering riskerar att potentiella köpare avstår från att lägga bud på företagen då man inte tror att budet skulle accepteras av röststarka ägare, något som är ett problem då många bolag kan må bra av att bli uppköpta.

Qviberg menar också att argumentet att röstvärdesdifferenser förekommer i andra länder och då framför allt USA, snarare talar emot systemet med A- och B-aktier än för detsamma. Ett exempel på detta menar Qviberg är GM och Ford som med röstvärdesdifferenser tappat mycket mark mot sina tyska och japanska konkurrenter utan skillnader i rösträtt.

På frågan om huruvida det utländska ägandet skulle öka om man avskaffar röstvärdesdifferenserna menar Qviberg att detta samband inte alls är självklart. Qviberg nämner Volvo Personvagnar, Astra och Saab Automobile som exempel på företag som sålts till utlandet trots att det i dessa bolag funnits både A- och B-aktier. Han menar därför att röstvärdesdifferenser inte nödvändigtvis skyddar företag från utländska uppköp. Qviberg hävdar istället att ökningen av antalet uppköp på senare tid beror på att ett behov av större enheter och andra

ägarkonstellationer uppstått till följd av dels att det varit en brist på aktiva ägare och dels av globaliseringen och dess strukturella konsekvenser av denna. Han påpekar också att svenska företag gjort stora uppköp utomlands, vilket han menar talar för att detta verkar i båda riktningarna. Qviberg menar att det generellt enda egentligt effektiva skydd som finns mot uppköp är ett välskött företag och därmed en hög värdering.

Mats Qviberg betonar att om man verkligen vill behålla företagen i Sverige, måste det svenska skattesystemet ändras. Qviberg menar att det under socialdemokratiskt styre i Sverige accepterats stora företag men inte stor privat förmögenhetsuppbyggnad och att stiftelsekonstruktioner samt röstdifferentieringar uppstått som en följd av detta, för att kunna behålla ett aktivt privat ägande i stora företag och företagsgrupper. Qviberg menar att den konfiskatoriska beskattningen gjort det omöjligt för stora företag att utvecklas från svensk ägargrund utan börsnotering och därmed utspädning av ägarna. Det är dags att acceptera kapitalister och skapa en ny förmögenhets- och kapitalbeskattning med en förändrad syn på individens betydelse för att möjliggöra att individer bygger starka företag med bas i Sverige. Detta kommer inte fonder, stiftelser och institutioner att göra, enligt Qviberg.

Qviberg påpekar dock att utländskt ägande ofta är av godo på så sätt att ägandet i bolaget berikas, vilket i sin tur leder till bättre utvecklingsmöjligheter för företagen. Han påpekar också att utländska ägare ofta är mer intresserade av avkastningen än av styrandet i bolaget och nämner att utländska ägare ofta inte ens kommer på bolagsstämmor.

Qviberg menar också att ett borttagande av röstvärdesdifferenser leder till ett förbättrat minoritetsskydd på så sätt att minoritetsägare får ökade möjligheter att förhindra att röststarka ägare säljer ut bolaget till en icke-önskvärd ny ägare. Trustor är ett typiskt exempel på hur det kan gå riktigt fel när ett bolag säljs till en ägare som sedan fattar beslut som bara gynnar vissa.

Qviberg säger att han inte ser några negativa konsekvenser med ett bortskaffande av röstvärdesdifferenserna.

På frågan hur röstvärdesdifferenserna skall tas bort svarar Qviberg att han av princip är emot lagstiftningsvägen. Han menar att det är bättre när bolagen själva skapar förändringar för att de utsätts för tryck från marknaden. Han menar att en övergång till ett system med ett aktieslag kan och bör ske gradvis genom att varje företags bolagsstämma själva skall fatta besluten men att samhället bör bestämma en sista tidpunkt när detta skall ha skett. Här påpekar Qviberg att det finns ett problem, nämligen att företagen och dess ledningar är förändringsobenägna. Folk släpper inte makt frivilligt, makt leder till kontroll och ”makt är kul”, säger Qviberg. Makt- och kontrollmänniskor är dock inte alltid de bästa att leda bolag, menar Qviberg och påpekar återigen att det finns ägare som i huvudsak vill värna sin maktposition och kanske inte är lika intresserade av att ge alla ägare i företaget så hög avkastning som möjligt.

Beträffande ersättning till A-aktieägarna menar Qviberg att detta blir en förhandlingsfråga och nämner som exempel nyemissionen i Ericsson. Qviberg menar att man kan förhandla bort röstvärdesdifferenserna nu när företaget behöver nytt kapital. Qviberg menar att detta skulle kunna lösas genom att Investor och Industrivärden exempelvis får 44 % av rösterna efter

nyemissionen istället för dagens 88 %. Detta, tror Qviberg, skulle leda till att de röststarka ägarna skulle ställa sig mer positiva till att ta bort röstvärdesdifferenserna. Qvibergs gissning är att man i samband med nyemissionen kommer ta bort röstskillnaderna i Ericsson.

Qviberg har ingen uppfattning om det aktuella EU-förslagets utsikter att gå igenom men han menar att man inom OECD-området säkert mycket snabbt kommer att bestämma sig för att ta bort röstvärdesdifferenser.

6.6 Analys av intervjuer

Som synes har våra intervjupersoners resonemang kring differenser i rösträtt, varierande utgångspunkt och resultat. Detta är helt och hållet i linje med det mål vi hade när urvalet till intervjuerna gjordes.

Intervjupersonernas drivkrafter torde vara en avgörande faktor för den ställning som tas i diskussionen. Dessa krafter kan bland annat vara personliga, politiska eller affärsmässiga. Framställningens ambition är dock inte att urskilja vilka personer som drivs av vilken kraft. Vår strävan går istället ut på att ge en nyanserad bild av den pluralism som finns i näringslivet och i detta avsnitt föra dem samman för att urskilja likheter och skillnader.

Generellt sett förhåller sig Alecta och Aktiespararna mer objektiva i intervjuerna. Deras verksamheter innefattar många olika typer av ägare (Alecta)/medlemmar (Aktiespararna), stora som små, och det gör att många frågor kompliceras. Vad som är gynnsamt för en part är kanske ofruktbart för en annan. Både Alecta och Aktiespararna väljer på något sätt att ta en ”gyllene medelväg” och uttrycker endast sådant som är till gagn för alla inom företaget respektive organisationen.

På inga punkter är intervjupersonerna helt överens. Med tanke på att vi har valt Palmstierna och Qviberg som står på vars en vinge i röstvärdesfrågan, är detta inte helt överraskande. Klart är dock att Jacob Palmstierna, Ramsay Brufer på Alecta och Lars Milberg på Aktiespararna är de som har mest lika argument. Per Samuelssons argument skiljer sig något från de andra intervjupersonernas argument, något som skulle kunna ha sin grund i att han representerar den akademiska världen snarare än näringslivet.

Principen en aktie, en röst är en norm som majoriteten av våra intervjupersoner instämmer i. Man anser att detta är grundläggande för diskussionen om röstvärdesdifferenser i Sverige. Den person vi valt att representera förespråkarna för röstvärdesdifferenser, Jacob Palmstierna, hävdar dock att principen baseras på en av rättsstatens grundvalar, att alla människor har samma värde, och detta, menar han, är en missvisande parallell.

I de flesta länder bygger aktiebolagsstiftningen på att alla aktier ska ha lika rösträtt. Det är svårt att avgöra huruvida den politiska analogi som görs är korrekt. Palmstierna hävdar att det alltid kommer att finnas personer med mycket pengar och dessa personer kommer alltid att kunna inneha en större kapitalandel, och därmed röstandel, i företag.

Vad beträffar tillväxtförändringar används detta argument av såväl förespråkare som motståndare, men givetvis på helt olika sätt. Palmstierna menar att röstvärdesdifferentiering främjar tillväxten då många företag är beroende av externt kapital och skulle avstå en börsnotering på grund av risken för att förlora kontrollen. Qviberg å sin sida, hävdar att brist på mångfald i ägandet som, enligt honom själv, orsakas av differenser i rösträtt, leder till att tillväxten hämmas.

Deltagarna är förbluffande överens om att det ökade institutionella ägandet inte är gynnsamt för Sverige. Man menar att institutionerna varken har ambition att leda svenskt näringsliv eller att de har det långsiktiga perspektiv som är viktigt för svenska företags utveckling och framgång.

Representanten för institutionellt ägande i vår framställning, Ramsay Brufer på Alecta, instämmer i det första argumentet, men hävdar att åtminstone Alecta, till skillnad från Robur och SEB-fonder, har ett långtgående investeringsperspektiv, vilket skulle innebära att Alecta skulle vara mer lämpade att ta ett ökat ägaransvar. De två sistnämnda institutionella ägarna skulle därmed kunna ta en något annorlunda ägarroll, om differenser i rösträtt slopades.

Beträffande teorin att utländskt ägande skulle öka vid ett avskaffande av röstvärdesdifferenser, är våra intervjupersoner i relativt stor utsträckning ense. Svaren följer mycket tydligt det mönster som nämndes i början av slutsatserna – en person på vardera vinge och två i mitten. Jacob Palmstierna hävdar att rösträttsdifferenser skyddar svenska företag från att bli uppköpta, Mats Qviberg däremot, menar att något sådant samband inte alls är självklart och ger som exempel att Astra, Volvo Personvagnar och SAAB Automobile köpts upp trots att de hade röstvärdesdifferenser. Alecta och Aktiespararna är aningen mer försiktiga i sina påståenden är överens om att de svenska företagen bör förbli svenska och att åtgärder för att behålla dem innanför landets gränser bör sättas in.

Ericssons framtid var en naturlig del av diskussionen vid alla intervjuer. Samtliga parter är överens om att Ericsson skulle må bättre av att förändra sitt rösträttssystem och minska A-aktieägarnas makt. Man anser att relationen 1:1000 är alldeles för stor och alla utom Qviberg förordar en ändring till relationen 1:10. Alla är ense om att en förändring bör ske vid den stundande nyemissionen. Palmstierna, Brufer och Milberg menar att det, i dagsläget, skulle vara helt omöjligt att avskaffa röstdifferenser i Ericsson. Qviberg, däremot, ser helst att dessa differenser helt tas bort och han tror också att så kommer ske.

Det främsta problemet med ett avskaffande av röstdifferenser anser Palmstierna, Brufer och Milberg vara frågan om ersättning till A-aktieägarna. Hur ska makt värderas och vem ska ersättningen komma från? Diverse förklaringar och möjliga metoder har getts, men någon felfri lösning har inte presenterats.

EU:s direktivförslag, som åskådliggörs i kapitel tre, verkar inte ha särskilt stora förutsättningar att gå igenom, om man ska tro våra intervjupersoner. Ofta hänvisas till det faktum att det även utanför EU finns uppköpsblockerande regler liknande röstvärdesdifferenser, såsom golden shares och poison pills. Dessa anses dessutom ofta vara värre än skillnader i röstvärde.

7 SLUTSATSER

Debatten om röstvärdesdifferensernas vara eller inte vara är intressant av flera anledningar. Det vi tycker är mest fascinerande är emellertid att åsikterna är så vitt skilda bland experterna på området. En sådan diskrepans bland sakkunniga går bara att finna i ett komplicerat och mångfacetterat ämne.

Det står alldeles klart att förklaringen till varför vi i Sverige i så stor utsträckning använder oss av röstvärdesdifferenser, går att finna i den svenska historien. Röstvärdesdifferenser verkar starkt protektionistiskt såväl för de ägare som valt att ge ut aktier med olika röstvärden för att behålla kontroll i sina bolag, som för Sverige som nation. Detta har också fram till idag varit ett sätt att berättiga röstvärdesdifferenserna. Frågan är dock om man fortfarande kan begagna sig av detta argument när man samtidigt förespråkar fri konkurrens och en fri kapitalmarknad.

Vi konstaterar att ämnet röstvärdesdifferenser är speciellt intressant idag av den anledningen att ett av Sveriges mest betydelsefulla bolag, Ericsson, som är det enda företag i landet som har en rösträttsskillnad om 1:1000 mellan sina aktieslag, befinner sig i en mycket prekär situation. Vi tror att det har stor betydelse för debatten att ämnets problematik blir så synlig som den blir i och med Ericsson. Det blir helt enkelt lätt att applicera teori och argument om röstvärden samt dess verkningar på Ericsson och därmed uppnå dels ökad förståelse och dels ökad kraft i argumentationen. Detta menar vi att man måste ha i åtanke när man behandlar och utvärderar argumenten för att kunna isolera dessa från Ericssons speciella situation och applicera dem generellt på röstvärdesdifferenser. Samtidigt handlar mycket i debatten om just Ericssons situation och dess betydelse för Sverige så vi menar i alla fall att det ofta kan vara bra att använda sig av Ericsson för att förtydliga eller förstärka argument. Vi tycker också att debatten ofta blir otydlig av den anledningen att debattörer ofta inte skiljer argumenten åt beroende på om man talar om en förändring av Ericssons röstvärden mot ett 1:10-förhållande eller om man talar om ett fullständigt borttagande. Vi menar att argumenten för dessa olika ståndpunkter i många avseenden skiljer sig åt och vi anser därför att en ökad tydlighet vore önskvärd i dessa diskussioner.

Ericssons dåliga utveckling och resultat har medfört att det blivit än mer tacksamt att kritisera företagets röstvärden, tror vi. En viktig aspekt tycker vi är att frågan om aktiers röstvärden och om vem som har makten i bolag sällan aktualiseras förrän företag går dåligt. Då vill de övriga ägarna ofta gå in och skydda sitt kapital. Vi tror att Ericssons problem säkert till viss del kan bestå i företagets röstvärdesskillnader men vi menar att dessa ibland får oproportionerligt stor skuld i debatten. Detta är också en åsikt som framkommit under våra intervjuer.

Vi har ofta mött åsikten att Ericssons röstvärdesdifferenser möjliggjort för A-aktieägarna att sköta bolaget illa utan att behöva lyssna till eller ta hänsyn till andra aktieägare. Denna åsikt har framkommit så frekvent att vi anser den vara svår att helt negligera. Vi vill inte ta en så stark ställning som att säga att Investor och Industrivärden skött bolaget illa, vår uppsats handlar inte om Ericssons problem och vi har inte underlag nog för ett sådant ställnings-

tagande, men vi menar samtidigt att denna kritik inte kan uppkomma helt utan fog. Under våra intervjustudier har det också framkommit att även förespråkare för röstvärdesdifferenser menar att röstvärdeskillnader på 1:1000 är för stora. De ger för stor makt åt kontrollaktieägarna och förstärker de negativa aspekterna med röstvärdesdifferentiering. Vi menar därför att det delvis kan vara en förklaring till Ericssons problem att kontrollaktieägarna tillerkänts en så stor makt.

Våra intervjustudier har genomgående visat att det förmodas att den stundande nyemissionen kommer att medföra en förändring i Ericssons ägarstyrningssystem. Det är troligt att något kommer att hända inom företaget på denna front snart. Mer tveksamt är exakt vad som kommer att hända. De flesta vi intervjuat menar att det bästa för företaget vore om man ändrade rösträttsdifferensen mellan aktieslagen till 1:10. Vi tycker att detta är omöjligt för oss att spekulera i, men vi konstaterar att allt beror på vilken inställning Investor och Industrivärden slutligen kommer att ta i frågan. Detta i sin tur tror vi till stor del kommer bero på investerarnas krav för att ställa upp med kapital. Vi menar dock att en förändring av röstvärdena, beroende på hur den såg ut, skulle få långtgående konsekvenser för Wallenberg- och Handelsbankssfären och i förlängningen också för Sverige som nation.

Vi hävdar att EU:s expertgrupps direktivförslag starkt kan ifrågasättas av flera anledningar. Vi tror inte att man uppnår ett "level playing field" genom att ta bort vissa länders skyddsregler men inte andras. Visserligen menar vi att expertgruppen har rätt i att Europa inte utgör en effektiv marknad och att det därför behövs gemensamma regler för att uppnå de målsättningar man har inom unionen, såsom en fri kapitalmarknad. Vi är i viss mån förvånade över hur litet utrymme denna aspekt fått av våra intervjuade personer då detta är något politiker och lagstiftare fortgående arbetar för. Vi tror dock inte att direktivet är rätt väg att gå för att uppnå detta. Ett skapande av ett "level playing field" menar vi kan genomföras först när alla länders skydd mot fientliga företagsuppköp elimineras i samma grad. Vi tror att en anledning att inte utredningen av de olika ländernas skydd mot fientliga företagsuppköp gjorts mer grundligt, står att finna i en önskan från EU:s sida att harmonisera detta område snabbt.

Vi tror i vart fall att det är mycket osannolikt att kommissionen utifrån expertgruppens förslag lyckas skapa ett direktiv som går igenom hos medlemsländerna. Vi har inte funnit någon annan åsikt än denna under våra studier. Om så ändå skulle vara fallet menar vi dock att konsekvenserna skulle bli mycket långtgående för svenskt näringsliv. Förslaget skulle visserligen med största sannolikhet bara rikta sig mot företagsuppköp. Vi menar dock mot bakgrund av våra intervjuer, att alla företag riskerar att utsättas för förvärvsförsök och att direktivet därför snabbt skulle kunna få verkningar på alla företag.

Vi konstaterar att det kan tyckas bestickande att av principiella "rättsviseskäl" välja ett system med en aktie, en röst. Principiellt är detta något de flesta skulle ställa sig bakom tror vi, något som också visat sig i våra intervjustudier. Som påpekats i framställningen menar vi dock att företag inte kan jämföras med demokratiska institutioner och vi anser därför inte detta vara ett särskilt starkt argument för röstvärdesdifferenser.

Ett betydligt starkare argument tycker vi det visat sig vara att en aktieägares inflytande i ett företag bör följa densammes risktagande. En av de starkaste anledningarna till detta anser vi

vara att ett risktagande motsvarande insatt kapitalandel i bolaget torde minska incitamenten att exploatera de icke-kontrollerande aktieägarna. Anledningen till detta är att ett sådant beteende vid lika kapital- och rösteandel skulle få proportionellt lika stora verkningar på kontrollaktieägaren som på de övriga aktieägarna.

Det har påpekats att argument om lika kapital- och riskandel kan ifrågasättas av den anledningen att det på marknaden idag förekommer en mängd instrument som inte medger någon rösträtt, trots ett betydande risktagande. Exempel på sådana instrument är konvertibla skuldebrev och optioner. Det påpekas att många placerare enbart strävar efter högsta möjliga avkastning på sin insats i ett bolag men däremot inte önskar någon vidare medbestämmanderätt i bolagets drift. Det kan därför ifrågasättas varför principen om proportionalitet mellan risk och inflytande måste upprätthållas just när det gäller aktier. Vi anser att förklaringen till detta står att finna i just aktiens karaktär som finansiellt instrument. En aktie kan för dess ägare ses som två delar där den ena delen innebär en ekonomisk andel i det företag som den är knuten till och den andra delen innebär ett inflytande i samma företag. Den investerare som enbart är intresserad av den ekonomiska andelen i företaget har en mängd andra finansiella instrument att välja mellan på marknaden. Med en aktie följer helt enkelt av dess karaktär ett inflytande i företaget. Detta anser vi i viss mån också styrkas av det faktum att lagstiftaren valt att inte tillåta aktier helt utan rösträtt i Sverige.

Avtalsfriheten är ett fundament i vårt samhälle och det är mycket viktigt att denna inte inskränks om det inte verkligen är visat att detta är nödvändigt av samhällsekonomiska eller andra giltiga skäl. I sådana fall har man från lagstiftarens sida bestämt att det är godtagbart att göra inskränkningar i avtalsfriheten. Vi menar att ett sådant skäl skulle kunna vara att man anser att risken är mycket stor att minoritetsaktieägarna missgynnas av röstvärdesdifferenser. Då skulle ett förbud mot röstvärdesdifferenser verka som en slags försäkring mot denna risk. I detta sammanhang menar många att marknaden själv hanterar riskerna med röstvärdesdifferenser genom olika prissättning av de olika aktieslagen. Det hävdas att aktieägare helt enkelt väljer aktieslag efter vad man är intresserad av och också betalar för detta.

Vi menar att det säkert stämmer att marknaden på en utvecklad kapitalmarknad kan bedöma aktiers olika egenskaper och ta hänsyn till dessa i prissättningen av aktierna. Som förklarats i framställningen kommer därför B-aktieägarna att ha ett högre avkastningskrav än A-aktieägarna och B-aktierna kommer betinga ett lägre pris på marknaden än A-aktierna i ett företag om marknaden bedömer att det finns en risk att den kontrollerande A-aktieägaren skall exploatera minoriteten. Detta skulle tala för att det inte finns någon anledning att begränsa möjligheten att ge ut röstvärdesdifferenser. Resonemanget förutsätter emellertid en väl fungerande och effektiv marknad för att det inte skall finnas någon risk att marknaden missbedömer risken för exploatering. En effektiv marknad förutsätter att marknaden får tillgång till fullständig information. Vi ifrågasätter starkt om marknaden verkligen kan anses vara så effektiv att den får tillgång till tillräcklig information i prissättningen av aktier att minoriteten inte riskerar exploateras. Inte minst de senaste månadernas avslöjanden om styrelseledamöters enorma pensionsavtal osv. torde berättiga ett ifrågasättande om huruvida transparensen verkligen är tillräcklig på den svenska kapitalmarknaden för att man skall anse att marknaden klarar av att göra en riktig prissättning på risken för exploatering av minoriteten i företag. Vi menar dock att man kanske ändå inte behöver gå så långt att man

förbjuder röstvärdesdifferenser fullständigt av denna anledning. Behovet av information på marknaden borde man kunna tillgodose genom regler som siktar mot en ökad transparens istället, anser vi.

Om man ändå anser ovanstående skäl vara starka nog för att förbjuda röstvärdesdifferenser torde det inte vara några problem att göra en inskränkning vad gäller framtida avtal. Beträffande avtal som redan ingåtts och röstvärdesdifferenser som redan finns är det dock värre. A-aktieägarna har ju som visats i framställningen betalat för sin makt och att ta ifrån dem denna måste onekligen anses strida mot äganderätten. Under vilka förutsättningar denna kan inskränkas ligger utanför denna framställning men vi anser det vara helt klarlagt att ersättning i vart fall måste utgå om man väljer att göra detta val. Vi menar dock att det bästa vore om dagens A-aktieägare frivilligt valde att avstå från sina röstvärdesdifferenser.

Det har ifrågasatts huruvida röstvärdesdifferenser leder till aktiva ägare eller inte. Vissa ägare har visserligen visat sig villiga att ta på sig makt och verka som aktiva men röstvärdesdifferenser leder onekligen till att andra ägare förblir passiva. Frågan är huruvida det är ett bra system att ett enbart ett fåtal ägare verkar som aktiva och om detta räcker för att kontrollen över ledningen skall bli tillräcklig. Vi menar även här den senaste tidens avslöjanden om pensionsavtal osv. talar för att så inte är fallet. Frågan är också om A-aktieägare är kompetenta nog att sköta företagen optimalt. I våra intervjustudier har framkommit att man anser A-aktieägarna generellt vara kompetenta. Det har uttalats att ett borttagande av röstvärdesdifferenser och därmed en press för alla aktieägare att vara mer aktiva, skulle leda till att dessa bättre kunde övervaka varandra. Risken finns emellertid för att ägandet skulle bli splittrat och styrelsen därmed skulle få möjlighet att bli för självständig. Det har påpekats att en uttunning av ägarfunktionen skulle kunna uppstå i förhållande till den verkställande funktionen. Följderna av alltför självständiga styrelser har vi ju i Sverige blivit smärtsamt medvetna om med Barnevik-affären, konstaterar vi. Det har också hävdats att det finns en risk att det institutionella ägandet skulle få alltför mycket makt om man tog bort röstvärdesdifferenserna. Detta är något som särskilt diskuterats i våra intervjustudier. Alla har i intervjustudierna varit överens om att det inte är positivt för Sverige om det institutionella ägandet ökar alltför mycket. Vi instämmer i de skäl som våra intervjupersoner presenterat, nämligen att det institutionella ägandet blir ”ansiktslöst” och inte så starkt och framträdande som vid privat ägande. Många företag leds av sina grundare och vi tror att dessa genom lång erfarenhet besitter en kunskap som inte institutionerna kan konkurrera med. Institutionerna har dessutom enligt våra intervjuer, aldrig uttryckt någon vilja att driva bolag. Vi menar att marknaden aldrig kan bli effektiv om parter som inte vill inneha makt påtvingas detta. Vi tror dock, mot bakgrund av det som framkommit under intervjuerna att det är skillnad på de olika institutionella ägarna. Vissa kan säkert ha kompetens att sköta sin ägarroll menar vi, samtidigt som vi ser problemen med dem som inte har det. Sambandet mellan aktiva ägare och röstvärdesdifferenser tycker vi hör till de mest problematiska områden beträffande ämnet. Vi tycker inte att vi i denna fråga kan dra några giltiga slutsatser utöver de som här presenterats om röstvärdesdifferensers inverkan på det aktiva ägandet, det finns helt enkelt både positiva och negativa aspekter av båda ståndpunkterna i denna fråga.

Det är bra för tillväxten i företagen med ett långsiktigt och ansvarstagande ägande. Det har i våra intervjustudier framgått att de flesta anser att A-aktieägarna är långsiktiga och

ansvarstagande i sitt ägande. Å andra sidan konstaterar vi att andra sidan av långsiktighet och stabilitet är stagnering. I våra intervjustudier har framkommit att det finns de som å det bestämdaste menar att röstvärdesdifferenserna leder till att maktstrukturer befästs. Vi anser att det ligger mycket även i detta argument.

Röstvärdesdifferensernas möjlighet att förhindra fientliga företagsuppköp är också något som ofta framförs som positivt, inte minst för att öka tryggheten för de anställda. Å andra sidan har påpekats att aktiemarknadens kontroll på misskötta bolag sker genom lägre värdering och uppköp och att denna därför inte kan verka normalt när företag begagnar sig av röstvärdesdifferenser. Det har också framförts argument om att det i bolag med röstvärdesdifferenser finns en risk att A-aktieägarna exploaterar minoriteten genom att makten koncentreras hos kontrollägarna och därmed ger dem denna möjlighet. En kontrollaktieägare med liten kapitalandel kan på så sätt fatta beslut som är fördelaktiga för honom själv men som reducerar värdet på aktierna. Ett sådant exempel torde vara att hindra ett uppköpsbud som skulle accepteras av andra aktieägare. Detta är baksidan av att A-aktieägare kan förhindra fientliga uppköp, menar vi. EU-förslagets break-through-regel skulle emellertid medföra att en kontrollaktieägare inte kan förhindra företagsuppköp som accepteras av övriga aktieägare samtidigt som denne kontrollaktieägare fortsätter ha möjligheten att skydda företagen mot fientliga uppköp. Vi konstaterar att EU-förslaget på så sätt lyckats lösa en annars mycket komplex problematik.

Frågan om det stabila och långsiktiga ägandet blir en fråga om huruvida koncentrationen av makt medför så stora fördelar att den uppväger risken för exploatering. Vi är inte säkra på svaret på denna fråga.

Det är uppenbart att de flesta i debatten anser det vara ett problem att svenska företag har ett behov av utländskt riskkapital samtidigt som man gärna vill behålla kontrollen över de svenska företagen i Sverige.

Beträffande argumentet att röstvärdesdifferenser hindrar utländska investerare från att investera i Sverige, har vi sett blandade åsikter från våra intervjuer. Många verkar emellertid vara av den åsikten att utländska investerare egentligen inte bryr sig om inflytande i bolagen utan bara är intresserade av avkastningen. Vi menar emellertid att det talar mot detta att Electrolux valde att stämpla om sina aktier just av den anledningen att utländska investerare ställt sig negativa till att investera i ett företag med en så stor röstvärdesdifferens som 1:1000.

Den svenska regeringen har uttalat att det är mycket viktigt att behålla de svenska företagen i Sverige och att vi därför skall behålla röstvärdesdifferenserna. Vi ser generellt ett mönster av protektionism som yttrar sig i att länder tillser sina egna behov istället för att verka för harmonisering och gemensamma regler för att verkligen skapa den integrerade europeiska marknaden där kapital kan flyta fritt över gränserna. Vi ser ett tydligt exempel på detta när Tyskland för att skydda sitt betydelsefulla företag Volkswagen, röstade ned det direktivförslag som var så nära att gå igenom för ett år sedan. Principiellt anser vi att denna inställning är mycket tveksam, särskilt med tanke på att länderna faktiskt accepterat EU:s mål. I takt med ökad globalisering samt ett ökat kapitalflöde över gränserna borde det egentligen vara mer angeläget att skapa gemensamma, gränsöverskridande regler.

Trots detta ser vi de problem som är förknippade med att av denna anledning ta bort röstvärdesdifferenser. De facto har de flesta andra länder någon form av institut som verkar uppköpsskyddande på samma sätt som röstvärdesdifferenser. Om Sverige skulle ta bort röstvärdesdifferenserna i dagsläget skulle svenska företag därför försättas i ett mer utsatt läge än företag hemmahörande i länder med den typen av skydd mot fientliga företagsuppköp. Dessutom förstår vi inställningen att ett borttagande av kontrollrättigheter skulle försätta europeiska företag i underläge gentemot amerikanska företag. Våra intervjupersoner har emellertid olika uppfattning om huruvida ett borttagande av röstvärdesdifferenserna verkligen skulle medföra ett ökat utländsk ägande. Vi vet inte med säkerhet vem som har rätt men vi anser att försiktighet bör prägla ställningstagandet. Visserligen har företag flyttat utomlands och sålts utomlands trots att de haft röstvärdesdifferenser men detta talar inte för att risken för företagsflytt utomlands inte skulle öka med ett borttagande av röstvärdesdifferenser. Snarare menar vi att detta talar för att företagsklimatet i Sverige inte gynnar företag som väljer att stanna kvar i Sverige. Vi väljer därför att ta det säkra före det osäkra och förespråka att man gör allt för att behålla svenska företag i Sverige.

Det är uppenbart tycker vi att det i mindre och medelstora företag finns ett behov av att ha möjligheten att tillgå röstvärdesdifferenser vid kapitalanskaffning. Mindre företag karakteriseras som framgång i framställningen i hög mån av den nära koppling som finns mellan företaget och entreprenören. Dessa entreprenörer skulle med all sannolikhet vara mindre angelägna att anskaffa riskkapital om detta skulle innebära en ökad risk för företaget. Sverige som nation behöver tillväxt och därför talar mycket emot att vidta åtgärder som skulle hindra detta, anser vi.

Ett av de största problemen med röstvärdesdifferenser är den ersättning som eventuellt skall ges till A-aktieägarna vid ett borttagande av skillnaderna i röstvärden. Vi menar att ersättningsfrågan i viss mån är avhängig frågan om vem som beslutar om ett borttagande av röstvärdesdifferenserna. Sker borttagandet genom lagstiftning ser vi ingen annan utväg än att denna lag även reglerar ersättning till A-aktieägarna. Vi menar mot bakgrund av det vi tagit upp i framställningens faktadel och med stöd av vad som framkommit i våra intervjustudier, att en lagstiftning om ett borttagande av befintliga röstvärdesdifferenser verkar retroaktivt på existerande äganderättigheter och därför måste innebära ersättning till dem som drabbas av detta. Om borttagandet av röstvärdesdifferenserna istället sker på frivillig basis ser vi ett ökat utrymme för att intresserterna i frågan kan lösa ersättningsproblematiken genom förhandling. Vi menar att detta stöds av att det inte utgivits någon ersättning till A-aktieägarna i varken Electrolux eller SKF när dessa bolag förändrat sina röstvärden.

Även frågan vem som skall utge ersättningen till A-aktieägarna är beroende av hur borttagandet av röstvärdesdifferenserna sker. Det kan tyckas rimligt att B-aktieägarna som ju gagnas av att röstvärdesdifferenserna i företaget tas bort genom att de erhåller en ökad makt, borde ersätta A-aktieägarna. Detta tillvägagångssätt problematiseras dock av att många B-aktieägare inte har något intresse av att betala för att få ökat inflytande. Många aktieägare ser sitt aktieinnehav som enbart en förmögenhetsplacering. Många innehar dessutom alltför lite aktier för att deras inflytande i företaget i praktiken skulle påverkas av ett borttagande av

röstvärdesdifferenserna. Vi anser att det är ytterst tveksamt om man kan få dessa aktieägare att betala för makt de varken vill ha eller egentligen erhåller.

Det som istället talar för att låta staten stå för ersättningen är att det vid en lagstiftning är staten som genomdriver en reform. Det som talar mot argumentet är att staten inte själv gör någon ekonomisk vinst. Det kan bli mycket svårt att övertyga skattebetalarna att staten skall betala ut stora summor till A-aktieägarna, där bland annat Investor och Industrivärden i så fall skulle stå som betalningsmottagare. Vi konstaterar att denna utväg i vart fall inte kan vara möjlig om inte ett borttagande av röstvärdesdifferenserna sker lagstiftningsvägen och vi menar att alternativet även i andra fall kan vara ytterst tveksamt.

Det mest troliga torde istället vara att låta A-aktieägarna kompenseras vid nyemission. Då kan som framkommit av våra intervjustudier, compensationen och makten regleras precis som bolagsstämman bestämmer är önskvärt. Detta verkar också vara det mest troliga då det är detta som diskuteras i Ericsson. Att låta en förvärvare ersätta A-aktieägarna ser vi inte heller som något helt omöjligt men det är som framgått tveksamt om det går att lösa en sådan konstruktion lagstiftningsvägen då EU:s juridiska expertgrupp menat att detta skulle kunna strida mot den fria rörligheten för kapital.

Beträffande ersättningsnivån tror vi att storleken på denna blir helt beroende på vilken väg man väljer ta beträffande vem det är som skall utge ersättning. Vi anser därför att diskussioner om ersättningsnivåer i hög grad är spekulativa och omöjliga att avgöra innan det avgjorts hur ett borttagande av röstvärdesdifferenser skall genomföras samt vem som skall utge ersättningen. Vi menar i vart fall att det är troligt att ersättningen bestäms på annat sätt än genom skillnaden mellan börskurserna på A- och B-aktier. Vi observerar att en möjlighet skulle kunna vara att ge A-aktieägare så många aktier i det efter ett borttagande av röstvärdesskillnaderna, enda aktieslaget, att de uppnår samma röstinflytande som tidigare. Detta alternativ ser vi dock inte som troligt eftersom de nuvarande A-aktieägarna isåfall skulle öka sin andel av aktiekapitalet och därmed sin del i bolagets förmögenhet väsentligt. Detta konstaterar vi måste vara en orimlig överkompensation och inte komma ifråga.

Ytterligare risker med att ta bort röstvärdesdifferenser är att alternativa konstruktioner för att upprätthålla kontroll riskerar öka. Jämfört med exempelvis korsvist ägande och ask-i-ask-ägande menar vi att röstvärdesdifferentieringar är att föredra eftersom detta är mer genomskinligt. Vi menar därför att man om röstvärdesdifferenserna skall tas bort, noggrant måste utreda hur man ska behandla dessa konstruktioner.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att vi ser såväl positiva som negativa aspekter i systemet med röstvärdesdifferenser. De starkaste fördelarna med att använda röstvärdesdifferenser anser vi vara att det kan befrämja tillväxt hos små- och medelstora företag, att det kan bidra till ett aktivt ägande samt att det skyddar svenska företag från utländska uppköp. De största nackdelarna anser vi vara att röstdifferentierade aktier kan leda till en risk för att kontrollaktieägaren exploaterar övriga aktieägare samt att röstvärdesdifferenser kan motverka förnyelse i företagen.

Vi har inte haft för avsikt att komma fram till huruvida röstvärdesdifferenser i princip bör vara tillåtna eller inte. Vi tycker oss ändå kunna dra slutsatsen att Sverige i dagsläget bör avvakta med ett eventuellt förbud mot röstvärdesdifferenser. Anledningen till detta är att vi anser att det finns stora risker att ett omedelbart borttagande av röstvärdesdifferenserna i den situation som råder idag, skulle leda till att Sverige och svenska bolag blev alltför utsatta på den internationella marknaden.

KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING

Offentligt tryck

Prop. 1997/98:99

SOU 1941:9

SOU 1981:78

SOU 1986:23

SOU 1995:44

SOU 2001:1

Litteratur

Bergström, Clas / Samuelsson, Per (2001), *Aktiebolagets grundproblem*, Norstedts Juridik AB, andra upplagan

Holme, Idar Magne / Solvang, Bernt Kroon (1997), *Forskningsmetodik Om kvalitativa och kvantitativa metoder*, Studentlitteratur, andra upplagan

Rienecker, Lotte / Jørgensen, Peter Stray (2002), *Att skriva en bra uppsats*, Liber, första upplagan

Sundin, Anneli / Sundqvist, Sven-Ivan (2001), *Ägarna och makten i Sveriges börsföretag 2001*

Artiklar och övrigt tryck

Affärsvärlden nr 3 2002, "Ofarlig murbräcka", 2002-01-16

Affärsvärlden nr 12 2001, "Det nationella kapitalets tid är förbi", 2001-03-21

Affärsvärlden nr 8 2001, "Sista striden det är...", 2001-02-21

Amcoff, Erik, "Börs och Finans: Ändrad rösträtt i SKF", Dagens Industri, 1999-01-29

Bergström, Clas/Rydqvist, Kristian, "Bör aktier med olika rösträtt avskaffas" Ekonomisk Debatt 7/91 s. 585-594

Björklund, Marianne, "Färre utländska ägare på börsen", Dagens Nyheter, 2002-02-14

Braconier, Fredrik, "SKF:s ägare kan tjäna på minskad makt", Svenska Dagbladet 2002-03-01

Ericson, Niclas, ”Regeringen räddar makten i Ericsson åt Wallenberg...”, Sydsvenska Dagbladet, 2002-02-21

Bruce-Martinsson, Madeleine, ”Börs & Finans: Rösträttsrevolution i Electrolux”, Dagens Industri, 1998-03-11

Carlsson, Bengt, ”Frågan om rösträtt tonas ned”, Dagens Nyheter Ekonomi, 2001-10-28

Carlsson, Bengt, ”Röstsvaga B-aktier kan bli starka”, Dagens Nyheter Ekonomi, 1999-11-25

Cervenka, Andreas, ”Makten sprids i Electrolux – Wallenbergsfären späder ut sig själv men behåller greppet”, Finanstidningen, 1998-03-11

Ericson, Niclas, ”EU ger inte upp tanken på en aktie, en röst”, Sydsvenska Dagbladet, 2002-03-05

Ericson, Niclas, ”Regeringen räddar makten i Ericsson åt Wallenberg...”, Sydsvenska Dagbladet, 2002-02-21

Gideon-Sörman, Pia, ”Svenska styrelser behöver nytt blod; Cadbury: Sök ledamöter utanför vänkretsen”, Dagens Industri, 1995-09-22

Gimbe, Peter/Ekelund Urban, ”Ny aktiestruktur skulle lyfta Ericsson-kursen”, Finanstidningen, 1999-03-23

Harjulin, Mathias, ”Börs och Finans: Stockholmsbörsen hämtade andan”, Dagens Industri, 2002-03-01

Hedberg, Christer, ”Electrolux: Förändring av röstvärdet höjer kursen”, Svenska Dagbladet Näringsliv, 1998-03-11

Hellblom, Ola, ”Hotet avvärjt mot Wallenbergs A-aktier”, Dagens Industri, 2002-02-01

Larsson, Gerhard, ”Persson tar parti för Wallenbergarna”, Dagens Industri, 2002-04-17

Leijonborg, Lars/Pilsäter, Karin/Hamilton, Carl B, ”Sluta skydda Wallenbergarna”, Dagens Nyheter, 2002-03-03

Lindstedt, Gunnar, ”Makten över företagen: Wallenbergarna i gungning”, Veckans Affärer, 2002-02-04

Mossfeldt, Marcus, ”Utlandsägda företag är mer produktiva”, Dagens Industri, 2002-01-17

Nachemson-Ekwall, Sophie, ”Arne Mårtensson räds inte EU-förslag”, Ekonomi24, 2002-01-17

Nachemson-Ekwall, Sophie, "Aktiespararna välkomnar EUs aktieförslag", Ekonomi24, 2002-01-14

Nachemson-Ekwall, Sophie, "EU-förslag slår hårt mot Investor", Ekonomi24, 2002-01-14

Nachemson-Ekwall, Sophie, "Den svenska ägarfloppen", Ekonomi24, 2002-01-14

Ollevik, Nils-Olof, "Svenska företag kan ta EU-förslag med ro", Svenska Dagbladet, 2002-01-15

Palmstierna, Jacob, "Sverige behöver A- och B-aktier", Dagens Industri, 2002-03-23

Sundewall, Caroline, "På vems sida står Aktiespararna?", Finanstidningen, 2000-04-04

TT, "Schröder värnar tysk lag om begränsad aktieägarmakt", 2002-02-26

Qviberg, Mats/Storch, Marcus, "Olika rösträtt stjälper Wallenberg", Dagens Nyheter, 2002-04-23

Internetkällor

http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/index.htm 2002-05-30

Press Release of the High Level Group of Company Law Experts: first report on issues related to takeover bids (10 januari 2002)

Report of the High Level Group on issues related to takeover bids (10 januari 2002)
Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States (27 mars 2002)

<http://www.sns.se/konferen/referat/020517.htm> 2002-05-22

Referat från konferens på temat "en aktie – en röst" den 17 maj 2002, arrangerad av Studielivet Näringsliv och Samhälle Center for Business and Policy Studies (SNS)

<http://investors.electrolux.com/> 2002-05-23

Muntliga källor

Jacob Palmstierna, personlig intervju, 2002-05-15, gunvor.engdahl@csfb.com

Per Samuelsson, personlig intervju, 2002-05-22, Per.Samuelsson@busilaw.lu.se

Ramsay Brufer, Alecta, personlig intervju, 2002-05-15, ramsay.brufer@alecta.com

Lars Milberg, Aktiespararna, personlig intervju, 2002-05-14, lars.milberg@aktiespararna.se

Mats Qviberg, personlig intervju, 2002-05-14, hannele.qvennerstedt@oresund.se

BILAGA 1

Intervjumanuskript

Vi tackar för att intervjuobjektet tar sig tid, presenterar oss, uppsatsen samt vår målsättning med intervjun

Vi frågar lite om intervjuobjektet och försöker uppnå en avslappnad stämning

Vi börjar ställa frågor:

- *Vad har Du för ståndpunkt i debatten?*
- *Vad är de huvudsakliga argumenten bakom Din ståndpunkt?*
- *Vad anser Du om principen en aktie, en röst respektive rösteandel motsvarande kapitalandelen?*
- *Vad anser Du om principen om avtalsfrihet?*
- *Hur ser Du på ägarnas roll i bolag kopplat till röstvärdesdifferenser?*
- *Vad anser Du om ett ökat institutionellt ägande?*
- *Hur ser Du på styrelsens roll kopplat till röstvärdesdifferenser?*
- *Vad anser Du om risken för ett ökar utländskt ägande vid ett eventuellt borttagande av röstvärdesdifferenser?*
- *En ökning av det utländska ägandet sägs vara en konsekvens av ett avskaffande av röstvärdesdifferenser. Vissa menar dock att utländska ägare i svenska företag leder till mer produktiva företag. Vad anser Du?*
- *Vad tror Du kommer att ske med Ericsson?*
- *Vad är Din inställning till EU-förslaget? Vad tror Du utsikterna är för att förslaget skall gå igenom?*

4. Vi tackar och berättar hur förfarandet nu kommer att gå till