



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Andreas Ekstrand

Differentiering av aktiers röstvärde

Examensarbete
20 poäng

Handledare: Torsten Sandström

Aktiebolagsrätt

VT 2002

Innehåll

1	INLEDNING	3
1.1	Bakgrund	3
1.2	Syfte och avgränsningar	3
1.3	Metod och material	4
1.4	Disposition	5
2	RÖSTVÄRDESDIFFERENSER I SVENSK RÄTT	6
2.1	Gällande rätt	6
2.2	Rättsutvecklingen	7
2.2.1	Tiden före 1944 års aktiebolagslag	7
2.2.1	1944 års aktiebolagslag	7
2.2.2	1975 års aktiebolagslag	9
2.2.3	1980-talets utredningar	9
2.2.3.1	Rolf Skogs expertrapport (SOU:1981:78)	10
2.2.3.2	Röstvärdeskommitténs betänkande (SOU 1986:23)	11
2.2.3.3	Ägarutredningens betänkande (SOU 1988:38)	12
2.2.4	Förslaget till ny aktiebolagslag	13
2.3	Förekomsten av röstvärdesdifferenser i svenska aktiemarknadsbolag	14
2.4	Neutralisering av röstvärdesdifferentieringens verkningar	15
2.4.1	Rösträttsbegränsningar	16
2.4.2	Övriga minoritetsskyddsregler	17
3	UTLÄNDSK RÄTT	18
3.1	Nordisk rätt	18
3.2	Kontinental rätt	19
3.3	Anglo-amerikansk rätt	19
4	ALTERNATIV TILL RÖSTVÄRDESDIFFERENTIERING	21
4.1	Röstbindningsavtal	21
4.2	Korsvist ägande av aktier	22
4.3	Pyramidbyggande	23
4.4	Överlåtelsebegränsningar	23

5	VINSTANDELSBEVIS- EN FORM AV RÖSTRÄTTSLÖSA AKTIER?	25
5.1	Bakgrund	25
5.2	Rättsutvecklingen	25
5.3	Aktiebolagskommitténs förslag	27
5.4	Gränsdragningsproblematiken och förbudets existensberättigande	28
6	UTVECKLINGEN INOM EU	33
6.1	Harmoniseringsarbetet	33
6.2	Expertgruppens förslag	34
6.3	Påverkan på svenskt näringsliv	37
6.4	Ersättningsproblematiken	37
6.5	Utsikterna för förslaget	40
7	EN ANALYS AV ARGUMENTEN FÖR OCH EMOT RÖSTVÄRDEDIFFERENTIERING	41
7.1	Argumenten för röstvärdesdifferentiering	41
7.1.1	Skydd mot utländskt ägande	41
7.1.2	Expansionsbefrämjande	42
7.1.3	En aktiv och stabil ägarfunktion	43
7.1.4	Alternativa kontrollmekanismer	44
7.2	Argumenten mot röstvärdesdifferentiering	45
7.2.1	Aktieägardemokrati	45
7.2.2	Risken för missbruk	45
7.2.3	Hinder mot företagsförvärv	46
7.2.4	Försämring av den svenska marknadens attraktionskraft	47
7.3	Avslutande kommentar	47

Sammanfattning

Det är i svensk rätt tillåtet att ge ut aktier med olika röstvärde. Ingen aktie får emellertid ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för en annan aktie (3 kap. 3 § ABL). Aktiebolag som före 1944 givit ut aktier med större röstvärdeskillnader än 1:10 får dock, med stöd av ABL:s övergångsbestämmelser, fortsätta att ge ut aktier med denna röstvärdeskillnad. Detta har bl.a. lett till att Ericssons röststarka A-aktier fortfarande har tusen gånger högre röstvärde än företagets B-aktier.

Bruket av aktier med olika röstvärde har en lång tradition i svensk rätt och en undersökning av de svenska aktiemarknadsbolagen visar att närmare 60 procent av dem idag tillämpar röstvärdesdifferentiering. Differentiering av aktiers röstvärde förekommer även utomlands men inte alls i den utsträckning som är fallet i Sverige.

I förevarande arbete utreds röstvärdesdifferentieringens för- och nackdelar och de överväganden frågan aktualiserar. Utredningen visar att möjligheten till röstvärdesdifferentiering är värdefull främst från två synpunkter. Dels bidrar den till ett aktivt och starkt ägande i ett företag, dels skulle i åtskilliga ägarna av aktier i expanderande företag avstå från nyemissioner om inte möjlighet fanns att ge de nya aktieägarna röstsvaga aktier. Det sistnämnda skulle bl.a. kunna påverka sysselsättning och ekonomisk utveckling negativt.

Den största nackdelen med röstvärdesdifferentiering är den ökade risk för missbruk det medför att en aktieägare inte bär en mot sitt inflytande svarande risk. I en sådan situation kan det tänkas att han låter sina beslut rörande företagets verksamhet styras av andra intressen än bästa möjliga avkastning.

Analysen av röstvärdesdifferentieringens för- och nackdelar utmynnar i slutsatsen att fördelarna överväger nackdelarna och att någon lagstiftning innebärande ett avskaffande därför inte bör genomföras.

I uppsatsen utreds också ABL:s förbud mot vissa typer av vinstandelsbevis, en fråga som är nära relaterad till lagens bestämmelser om röstvärdesdifferentiering. I detta sammanhang diskuteras bl.a. vinstandelsbevisets rättsliga natur och huruvida ett förbud är befogat.

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (1975:1385)
Dir.	Kommittédirektiv
EU	Europeiska unionen
HD	Högsta Domstolen
NJA	Nytt Juridiskt Arkiv avd. I
NOU	Norsk Offentlig Utredning
Prop.	Proposition
RF	Regeringsformen
SOU	Statens Offentliga Utredningar

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Röstvärdesdifferentiering, d.v.s. att ett aktiebolag ger ut aktier med olika röstvärde, har en lång tradition i svensk rätt och brukas idag av flertalet svenska aktiemarknadsbolag. Genom innehav av röststarka s.k. A-aktier kontrolleras ett stort antal av Stockholmsbörsens bolag, däribland Ericsson, av de stora maktsfärerna i Sverige, Wallenbergruppen och Handelsbanksgruppen. I Ericsson, där A-aktierna fortfarande har ett tusen gånger högre röstvärde än B-aktierna, innehar dessa både sfärer, genom sina maktbolag Investor och Industrivärden, tillsammans endast 8 procent av kapitalet, men närmare 80 procent av rösterna.

Under den gångna våren har emellertid det svenska systemet med röstvärdesdifferentiering varit utsatt för stark press från flera håll. En expertgrupp inom EU har utarbetat ett direktivförslag som i längden skulle innebära ett avskaffande av röstvärdesdifferenserna och, i samband med Ericssons förestående nyemission, har en inflammerad debatt om den starkt graderade rösträtten i bolaget blossat upp mellan ägarna.

Kritiken mot systemet har framför allt yttrat sig i påpekanden om det betänkliga i att vissa aktieägare inte bär en mot sitt inflytande i bolaget proportionerlig risk, men även andra argument har anförts mot röstvärdesdifferentiering, exempelvis att det skulle motverka förnyelse.

I ljuset av denna kritik har många ingripit till systemets försvar och påtalat dess fördelar, vilket i sin tur lett till en livlig debatt i media om röstvärdesdifferentieringens för- och nackdelar. Den svenska regeringen har sällt sig till de starkaste förespråkarna och bland annat skickat ner en delegation till Bryssel, för att förmå kommissionen att låta Sverige behålla systemet.

1.2 Syfte och avgränsningar

Det övergripande syftet med denna uppsats är att presentera och problematisera den rättsliga regleringen kring röstvärdesdifferenser. Då reglerna och deras tillämpning i sig inte ger upphov till några svårare juridiska problem, kommer jag framför allt att fokusera på de normativa överväganden som frågan om röstvärdesdifferentiering aktualiserar. En analys av de skäl som finns för respektive mot att tillåta aktier med olika röstvärde utgör av denna anledning en viktig beståndsdel i mitt arbete. I uppsatsen avser jag även redogöra för den historiska bakgrunden till dagens lagstiftning om röstvärdesdifferenser och då särskilt undersöka vilka överväganden som lagstiftaren gjort genom åren i denna fråga.

Min undersökning tar sin utgångspunkt i svensk rätt och de här gällande förhållandena. En kortfattad och på intet sätt fullständig översikt av rättsläget utomlands ges emellertid. Däremot kommer jag mera ingående granska de initiativ som tagits av EU på detta område. Särskilt inriktar jag mig på det direktivförslag som av en expertgrupp nyligen överlämnats till kommissionen. Mitt syfte är här att redogöra för förslaget innehåll, samt analysera vilka konsekvenser direktivet kan få för svenskt vidkommande. Med anledning av att förslaget aktualiserar ett avskaffande av röstvärdesdifferentiering avser jag i detta sammanhang även belysa de särskilda problem som är förknippade därmed, och som rör hur redan utgivna aktier skall hanteras. Någon fullständig analys av denna svårlösta problematik kommer dock av utrymmesskäl inte att utföras. Min avsikt är här endast att peka på de svårigheter som ett avskaffande ger upphov till.

I uppsatsen ämnar jag även behandla en till röstvärdesdifferentiering nära relaterad fråga - förekomsten av s.k. vinstandelsbevis, vilka uppvisar stora likheter med aktier men saknar rösträtt. I denna del skall jag särskilt behandla det förbud som i ABL finns mot vissa typer av vinstandelsbevis och analysera hur detta förhåller sig till bestämmelserna om röstvärdesdifferentiering.

1.3 Metod och material

Jag har vid författandet av denna uppsats använt mig av en sedvanlig juridisk metod där framför allt studier av förarbeten och offentliga utredningar haft en framträdande roll. De gällande bestämmelserna om röstvärdesdifferentiering har naturligtvis undersökts, men därutöver har det också varit nödvändigt att beakta andra bestämmelser som har det gemensamt att de på ett eller annat sätt kan påverka effekterna av och/eller förutsättningarna för röstvärdesdifferentiering. I detta sammanhang har jag haft ovärderlig nytta av röstvärdeskommitténs betänkande ”Aktiers röstvärde”(SOU 1986:23). Trots att det är något till åren, utgör för övrigt detta betänkande likväl fortfarande en av de bästa och mest fullständiga redogörelserna för problematiken kring röstvärdesdifferentiering. Jag har även till viss del använt mig av artiklar i dagspressen, bl.a. för att belysa ämnets aktualitet, men även för att tillgodogöra mig och analysera de argument som vanligen framförs i debatten kring detta så omdebatterade ämne. Vad gäller utländsk rätt har mitt källmaterial varit något begränsat, men ändå tillräckligt för att uppnå mitt tämligen begränsade komparativa syfte.

1.4 Disposition

Arbetet är disponerat på följande sätt.

I kapitel 2 redogörs inledningsvis för gällande rätt ifråga om röstvärdesdifferenser, varpå följer en omfattande genomgång av rättsutvecklingen och de utredningar som gjorts på detta område. Därefter redovisas en undersökning beträffande förekomsten av röstvärdesdifferenser bland svenska aktiemarknadsbolag. Avslutningsvis diskuteras några aktiebolagsrättsliga regler som hör nära samman med reglerna om röstvärdesdifferentiering.

I kapitel 3 görs en översikt av rättsläget i vissa utländska rättsystem. I tur och ordning behandlas här nordisk, kontinental och anglo-amerikansk rätt.

I kapitel 4 diskuteras hur man med alternativa metoder kan uppnå liknande resultat som med röstvärdesdifferentiering och sålunda tillse att vissa aktieägare ges ett större inflytande än som svarar direkt mot deras kapitalinsats.

I kapitel 5 företas en rättslig analys av vinstandelsbevis. Härvid diskuteras bl.a. deras rättsliga natur, det samband som finns mellan bestämmelserna om vinstandelsbevis och de om röstvärdesdifferenser och huruvida ett förbud mot vissa typer av vinstandelsbevis är befogat.

Den utveckling som har skett i EU beträffande röstvärdesdifferentiering blir föremål för en genomgång i kapitel 6. Särskild uppmärksamhet ägnas här det direktivförslag angående övertagandebjudanden som nyligen överlämnats till kommissionen. I anslutning härtill diskuteras även de särskilda problem som aktualiseras vid ett avskaffande av röstvärdesdifferentieringen, rörande redan utgivna aktier.

Arbetet avslutas i kapitel 7 med en ingående analys av de argument som i debatten framförts för, respektive mot, röstvärdesdifferentiering. I analysen granskas först vilka premisser dessa argument utgår ifrån, varefter deras hållbarhet och relevans blir föremål för en bedömning. Sist i detta kapitel presenterar jag min egen slutsats i frågan om röstvärdesdifferentieringens vara eller icke vara.

2 Röstvärdesdifferenser i svensk rätt

2.1 Gällande rätt

Bestämmelser om röstvärdeskillnader mellan olika aktieslag återfinns i 3 kap 1 § ABL. I paragrafens första mening stadgas huvudregeln att alla aktier har lika rätt i bolaget. Det är dock tillåtet att genom föreskrifter i bolagsordningen göra vissa undantag från denna princip. Aktier av olika slag, exempelvis med olika röstvärde, får således ges ut. Ingen aktie får emellertid ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för en annan aktie, av vilket också följer att aktier helt utan röstvärde inte är tillåtna enligt svensk rätt. I lag (1975:1386) om införande av aktiebolagslagen finns ett viktigt undantag från denna bestämmelse. Där föreskrivs nämligen i 8 § att regeln inte hindrar bolag som före ikraftträdandet av 1944 års aktiebolagslag utgivit aktier med större röstskillnad än 1 till 10, från att behålla dessa och ge ut nya aktier med de röstvärden som tillkommer redan utgivna aktier.

Det är 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 är att ge preferensaktier ett lägre röstvärde än annars vid beslut om utdelning. Man kan även låta aktier av visst slag få lägre eller högre röstvärde under vissa förutsättningar. Exempelvis kan preferensaktier normalt ha ett visst röstvärde men få ett högre sådant om inte någon utdelning lämnats under ett visst antal år. Den här typen av bestämmelser förekommer emellertid sällan. Aktier kan däremot inte ha olika röstvärden beroende på vem som äger dem.¹

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.²

För att få en heltäckande bild av förutsättningarna för röstvärdesdifferentiering är det nödvändigt att också beakta börsrättsliga regler. Exempelvis utgör i en del länder röstvärdesdifferenser i viss utsträckning hinder för inregistrering vid börsen. I Sverige är emellertid detta inte fallet; såväl A- som B-aktier kan bli föremål för notering vid OM Stockholmsbörsen förutsatt att ägandet av dem är tillräckligt spritt.

¹ Rohde s. 132f

² SOU 1981:78 s. 78

2.2 Rättsutvecklingen

2.2.1 Tiden före 1944 års aktiebolagslag

I de tre första svenska aktiebolagslagarna från 1848, 1895 respektive 1910, återfanns inga inskränkningar i rätten att ge ut aktier med olika röstvärden. I 79 § första stycket 2 i 1910 års lag föreskrevs visserligen att en aktie berättigade till en röst, men lagen stadgade samtidigt att det fanns en rätt att i bolagsordningen inta en bestämmelse som avvek från denna regel. Någon gräns för hur stora skillnaderna i röstvärde mellan olika aktier kunde vara fanns inte och i vissa bolag utgavs vid den här tiden aktier med blott 1/1000 röst.³

2.2.1 1944 års aktiebolagslag

Bruket av röstprivilegierade aktier fick en allt större utbredning efter första världskriget och under förarbetena till 1944 års aktiebolagslag blev frågan om det lämpliga i att tillåta sådana aktier föremål för en ingående analys. Enligt lagberedningen hade i takt med denna ökning av röstprivilegierade aktier, även missbruken av och betänkligheterna mot dem tilltagit. Den starkaste invändningen *mot* att tillåta röstvärdesdifferentiering var enligt lagberedningen att ledningen av företaget på detta sätt kom i händerna på personer som inte bar en mot sin makt svarande ekonomisk risk. Därigenom skulle den regulator på maktutövningen, som låg i att den maktägandes egna ekonomiska intressen led av en för företaget skadlig maktutövning, inte fungera lika bra.⁴

Lagberedningen påpekade dock att det också fanns flera goda argument *för* att tillåta röstvärdesdifferentiering. För det första kunde en sådan möjliggöra en för ett företag nyttig stabilisering av ledningen hos en sakkunnig och lämplig personkrets. Denna personkrets skulle åtminstone i större företag inte annars kunna behärska majoriteten av aktiekapitalet, och på grund härav löpa en risk att bli överrumplad av kanske tillfälligt hopsamlade majoritetsposter. För det andra, anförde lagberedningen, hade möjligheten att utge röstdifferentierade aktier på olika sätt underlättat bolagsbildningar och rekonstruktioner av bolag.⁵ För det tredje var det, enligt lagberedningen, nödvändigt att beakta att röstdifferentiering tillsåg att utländska kapitalinvesteringar kunde ske i en utsträckning som annars inte var möjlig p.g.a. av bestämmelserna i den då gällande lag om vissa inskränkningar i rätten att förvärva fast egendom eller gruva eller aktier i vissa bolag (1916:156). Det sistnämnda argumentet kräver en mer ingående förklaring.

³ SOU 1981:78 s. 79 och SOU 1986:23 s. 41

⁴ SOU 1941:9 s. 500

⁵ *ibid*

Principen om aktiers fria överlåtbarhet är och har alltid varit en hörnsten i den svenska aktiebolagsrätten. En viss inskränkning av denna princip tillkom emellertid redan i slutet av 1800-talet då det blev tillåtet att i bolagsordningen föreskriva en hembudskyldighet. Ytterligare en inskränkning blev verklighet i och med 1910 års aktiebolagslag. Lagen kom nämligen att föreskriva en möjlighet för bolag att i bolagsordningen inta ett utlänningsförbehåll, varigenom utländska juridiska och fysiska personers rätt att förvärva aktier i bolaget kunde begränsas. På detta sätt ville man framför allt hindra att utländska intressen tog kontroll över de svenska naturtillgångarna.⁶

Regleringen visade sig dock inte vara tillräckligt långtgående, då alltmer utländskt kapital sökte sig till det svenska näringslivet. Redan 1916 tillkom därför den s.k. inskränkingslagen vilken innehöll avsevärt strängare regler om utländskt ägande. Särskilt tillstånd skulle nu krävas för att utländska juridiska och fysiska personer skulle få förvärva fast egendom eller gruva. För att förhindra att utländska rättssubjekt kom i åtkomst av fast egendom genom av dem dominerande svenska rättssubjekt, gällde tillståndsplikten även för vissa svenska företag, nämligen de som saknade ett utlänningsförbehåll. Utlänningsförbehållet skulle vara utformat på så sätt att utländska rättssubjekt endast fick förvärva 20 procent av aktierna i bolaget eller, om röstvärdesdifferenser fanns, 20 procent av de totala rösterna. De aktier som omfattades av ett sådant förbehåll kallades med ABL:s terminologi bundna aktier, medan övriga aktier benämndes fria.⁷

I de bolag i vilka det fanns aktieslag med olika röstvärden och röstvärdet för det ena aktieslaget sattes lågt kunde så gott som hela aktiekapitalet övergå i utländskt ägo utan att förbehållet lade hinder i vägen. Detta ansågs från lagstiftarens sida inte vara önskvärt och 1934 skärptes lagen så att utlänningsförbehållet skulle avse aktiekapitalet och rösterna. En viss lindrande effekt hade dock det faktum att den högsta tillåtna aktieandelen samtidigt höjdes till 40 procent.⁸

I slutet av 1970-talet gjordes en allmän översyn av 1916 års inskränkingslag, vilket resulterade i två nya förvärvslagar 1982: lag (1982:617) om utländska förvärv av svenska företag m.m. och lag (1982:618) om utländska förvärv av fast egendom m.m. Lagarna kom att bygga på dels en generell tillståndsprövning av förvärv överstigande vissa andelar av ett bolags aktiekapital eller röstetal, dels systemet med utlänningsförbehåll. Tillstånd krävdes sålunda för ett förvärv som medförde att ett kontrollssubjekts innehav i ett bolag översteg några av gränserna 10, 20, 40 eller 50 procent av aktiekapitalet eller röstetalet i bolaget. Som kontrollssubjekt räknades främst utländska rättssubjekt och svenska aktiebolag utan utlänningsförbehåll i sin bolagsordning. Lagens krav på utformningen av utlänningsförbehållet var desamma som i 1916 års lag med 40 procent av aktiekapitalet och 20 procent av röstetalet som högsta tillåtna andel för ett utländskt rättssubjekt.

Som ett led i anpassningen till EG:s krav, framför allt förbudet mot nationell diskriminering, avskaffades de båda förvärvslagarna 1992, liksom möjligheten för ett svenskt aktiebolag att utge bundna aktier.

Lagberedningens slutsats blev att systemet med aktier med olika rösträtt, trots den bristande balans mellan makt och risk den gav upphov till, inte helt borde förbjudas då det ansågs fylla vissa praktiska ändamål. En begränsning av det högsta tillåtna röstvärdet bedömdes dock vara nödvändig. Lagberedningen konstaterade att en så stark begränsning i rätten att utge aktier med olika röstvärde, att hinder uppstod att fullt ut utnyttja den möjlighet till utländsk kapitalinvestering som var medgiven 1916 års

⁶ SOU 1992:13 s. 43ff

⁷ SOU 1992:13 s. 46ff

⁸ ibid

förvärvslag, inte kunde komma i fråga. Visserligen skulle denna möjlighet förbli intakt om begränsningen av det högsta röstvärdet sattes så lågt som till tre gånger det lägsta, men lagberedningen framhöll att hänsyn också måste tagas till den frihet som då gällande lagstiftning gav i detta hänseende, och stannade slutligen för en regel som medgav förhållandet 1 till 10.⁹

Detta förslag lades också till grund för lagstiftningen och en bestämmelse om att ingen aktie med ett röstvärde överstigande tio gånger röstvärdet för någon annan aktie i bolaget fick ges ut intogs i 1944 års aktiebolagslag. De redan utgivna aktierna skulle däremot, som framgått, få behålla sitt röstvärde. Dessutom förseddes bestämmelsen på Lagrådets inrådan med ett ytterst betydelsefullt undantag som intogs i promulgationslagen. De bolag som tidigare gett ut aktier med en större röstdifferens än 1:10 skulle även fortsättningsvis få ge ut aktier med denna större differens. Motivet som Lagrådet framhöll för sitt förslag var att det annars riskerade uppstå betydande olägenheter i äldre bolag genom att omröstningsförhållandena blev invecklade.¹⁰

2.2.2 1975 års aktiebolagslag

Aktiebolagsutredningens förslag till ny aktiebolagslag (SOU 1971:15) innehöll inga förändringar i gällande rätt om tillåten röstvärdesdifferens. I propositionen framhöll det föredragande statsrådet att det principiellt riktiga var att en aktie hade en röst men påpekade att röstvärdesdifferentieringen emellertid hade samband med det kontrollsystem beträffande utländskt inflytande i de svenska bolagen som fanns i 1916 års inskränkingslag. Statsrådet sade sig inte vara villig att lägga fram ett förslag som kunde föregripa den då pågående översynen av denna lag och anslöt sig därför till utredningens förslag om att behålla det gällande systemet.¹¹ Bestämmelserna i 1944 års lag om att ingen aktie får ha ett röstvärde överstigande tio gånger röstvärdet för en annan aktie fördes därför oförändrade över i 1975 års aktiebolagslag i 3 kap 1 §. Övergångsbestämmelsen om att äldre bolag med större röstdifferens än 1:10 fick fortsätta att ge ut sådana aktier infördes i 8 § lagen om införande av aktiebolagslagen.

2.2.3 1980-talets utredningar

Frågan om graderad rösträtt för aktier blev under 1980-talet föremål för ett flertal offentliga utredningar. Ingen av dem kom emellertid att resultera i någon lagförändring på detta område. Nedan presenteras en sammanfattning av de slutsatser som dessa utredningar utmynnande i.

⁹ SOU 1941:9 s. 500

¹⁰ SOU 1942:47 s. 49

¹¹ Prop. 1975:103, s. 225

2.2.3.1 Rolf Skogs expertrapport (SOU:1981:78)

Bakgrunden till denna rapport var att vissa representanter i utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten framfört kravet att möjligheten att utge röstdifferentierade aktier i framtiden skulle avskaffas. Utgångspunkten för detta krav var att differentieringen skulle minska möjligheten för löntagarfonder att, genom köp av aktier på den öppna marknaden, skaffa sig inflytande i näringslivet mot bakgrund av att röststarka aktier normalt sett inte är till salu i den utsträckning som röstsvaga aktier är. För att ge utredningen underlag för ett ställningstagande fick sekretariatet i uppdrag att närmare studera svensk och utländsk gällande rätt i denna fråga och belysa den debatt som förts i ämnet.¹² Uppgiften anförtroddes Rolf Skog som 1981 avlade rapporten ”Röstvärdesdifferenser i svenska börsbolag”.

Rolf Skog intar i rapporten överlag en kritisk attityd gentemot det gällande systemet med röstdifferentierade aktier och pekar på brister i de argument som framförts *för* en differentiering. Argumentet att röstvärdesdifferenser underlättar expansion och rekonstruktion av bolag anser han delvis vara missvisande, då detta är sant endast om en förutsättning är att den ursprungliga inflytandestrukturen skall kvarstå så gott som oförändrad efter kapitaltillskottet. Enligt Skog torde det snarare vara så att kapitalförsörjningen försvåras genom att nya ägare inte tillerkänns inflytande på samma villkor som de tidigare ägarna. Vidare ifrågasätts i rapporten det rimliga i det för röstdifferentiering ofta åberopade argumentet att en sådan leder till ökad stabilitet i ledningen. Tanken är att stabiliteten befrämjar effektiviteten. Skog påpekar härvid att stabilitet i ledningen endast är en av de faktorer som inverkar på företagsledningens effektivitet. Mot denna stabilitet måste, enligt Skog, ställas det faktum att stora ägargrupper genom röstvärdesdifferentiering inte får något reellt röstinflytande över företagets verksamhet och att effektivitetspressen på företagsledningen därigenom kan minska. Skog instämmer förvisso i att röstdifferentieringen fyller en funktion genom att den möjliggör större utländska investeringar än vad som annars skulle vara möjligt med hänsyn till reglerna om utländska rättssubjekts förvärv av aktier i svenska företag, men framhåller att detta i sig inte motiverar större skillnader i röstvärde än 1 till 3.¹³

Det viktigaste argumentet *mot* att tillåta röstvärdedifferentiering anser Skog vara att systemet avviker från den i aktiebolagsrätt grundläggande principen att maktfördelningen i bolaget skall återspegla delägarnas ekonomiska risk. Denna princip är, anför han, den bästa garantin för att makten över bolaget utövas med hänsyn till hela bolagets och därmed samtliga aktieägares bästa. Skog menar att denna nackdel är av så allvarlig karaktär att den väger tyngre än de eventuella fördelarna med systemet. Av denna anledning föreslår han att möjligheten att avskaffa eller ytterligare begränsa systemet

¹² SOU 1981:78 s. 75

¹³ SOU 1981:78 s. 99ff

skall övervägas. Vid bedömningen av vilka åtgärder som kan vara aktuella i detta sammanhang måste man dock, enligt Skog, skilja på de som berör bolag som inte har bestämmelser om röstvärdesdifferentiering samt ännu ej bildade bolag och bolag som redan idag tillämpar systemet med röstvärdesdifferentierade aktier.¹⁴

När det gäller den förstnämnda typen av åtgärder är Skog av åsikten att en begränsning av röstvärdesdifferenser till 1 till 3 skulle kunna genomföras utan problem, men huruvida det i framtiden även är möjligt att helt förbjuda röstvärdesdifferenser är enligt honom avhängigt hur systemet med kontroll av utländska förvärv kommer att utformas. Att lagstiftningsvägen avskaffa eller begränsa röstvärdesdifferenserna i bolag som redan har sådana differenser ställer han sig betydligt mer tveksam till, då det skulle innebära ett långtgående ingrepp i den svenska aktiebolagsstiftningen och i många bolag ge upphov till en kraftig och omedelbar förändring av rådande maktförhållanden.¹⁵

I den fråga som var den huvudsakliga anledningen till att Rolf Skogs rapport kom till, huruvida avskaffandet av röstvärdesdifferentieringen skulle öka möjligheten för löntagarfonder att skaffa sig inflytande i näringslivet, blev slutsatsen att detta i vissa fall skulle bli följden. Även utan ett avskaffande skulle emellertid fonderna, sett över en längre tidsperiod, kunna nå ett betydande inflytande.¹⁶ Som bekant realiserades aldrig systemet med löntagarfonder, men merparten av de argument Skog framför i rapporten i frågan om graderad rösträtt har ingen direkt koppling till dessa fonder, varför de fortfarande är giltiga

2.2.3.2 Röstvärdeskommitténs betänkande (SOU 1986:23)

Blott tre år efter att Rolf Skog avlämnat sin rapport om röstvärdesdifferenser tillsatte regeringen en ny utredning i ämnet. Departementschefen anförde i kommittédirektiven att övervägande skäl talade för att möjligheterna till röstvärdesdifferenser borde avskaffas, men ansåg att frågan var komplicerad och fordrade närmare överväganden, varför det fanns skäl att tillsätta en kommitté i ämnet. Kommittén fick direktiv att inrikta sitt arbete på att lämna förslag som gjorde det möjligt att avskaffa röstvärdesdifferenserna.¹⁷

Röstvärdeskommittén kom i sitt betänkande emellertid fram till att ett avskaffande av röstvärdesdifferentiering skulle medföra större nackdelar än fördelar för svenskt näringsliv, men såg sig mot bakgrund av direktiven ändå nödgad att presentera ett förslag om hur systemet skulle kunna, om inte helt avskaffas, i vart fall begränsas kraftigt. Ett slutligt ställningstagande i frågan om systemets vara eller icke vara och om hur ett avskaffande i så fall skulle

¹⁴ SOU 1981:78 s. 117f

¹⁵ ibid

¹⁶ SOU 1981:78 s. 107

¹⁷ Se Dir. 1984:7

kunna genomföras ansåg dock kommittén egentligen inte vara möjligt förrän Ägarutredningen avslutat sitt arbete. Först då kunde man nämligen bedöma vilka åtgärder som krävdes för att tillgodose alla de önskemål som där gjorde sig gällande.¹⁸

Röstvärdeskommitténs utredning är mycket grundlig och här kan av utrymmesskäl endast några huvudpunkter i kommitténs resonemang redovisas. Enligt kommittén är röstvärdesdifferentiering värdefull främst från två synpunkter. För det första möjliggör systemet att utländskt kapital tillförs svenska företag samtidigt som kontrollen över dessa företag bevaras åt svenska intressen. För det andra skulle i åtskilliga fall de ursprungliga ägarna i expanderande små och medelstora företag, för att bevara kontrollen över företaget, avstå från nyemissioner om det inte fanns någon möjlighet att utge röstsvaga aktier. Detta skulle i sin tur kunna påverka sysselsättning och regional utveckling negativt. Kommittén medger att systemet med röstdifferentierade aktier medför vissa risker p.g.a. diskrepansen mellan inflytande och ekonomisk risk, då det i dessa situationer kan förhålla sig så att den dominerande ägarens beslut om företagets verksamhet kan influeras av andra intressen än högsta möjliga avkastning. Å andra sidan, menar kommittén, kommer ett avskaffande av röstvärdesdifferentiering leda till att ägarna söker andra utvägar för att bevara sitt inflytande. Således kommer antalet konsortialavtal att öka, liksom förekomsten av s.k. ask-i-ask-ägande och korsvist ägande. Dessa typer av konstruktioner kommer enligt kommittén att medföra svårigheterna för aktieägarna att hålla sig informerade om förutsättningarna för inflytande i företagen. Mot bakgrund av ovanstående menade kommittén att övervägande skäl talade mot ett avskaffande av röstvärdesdifferenser.¹⁹

För att kort nämna något om det förslag kommittén ändock lade fram, byggde det på tanken att ett bolags aktiekapital åtminstone till 60 procent skulle vara röststarka aktier och högst 40 procent röstsvaga aktier med lägst 1/10 röstvärde. Om ett företag redan uppnått denna gräns skulle ingen förändring ske beträffande redan utgivna aktier, men däremot skulle inte någon nyemission av röstsvaga aktier få ske. Dispens skulle dock kunna ges om det krävdes för att tillgodose ett samhällsekonomiskt intresse.²⁰

2.2.3.3 Ägarutredningens betänkande (SOU 1988:38)

Den s.k. ägarutredningen fick 1985 regeringens uppdrag att kartlägga ägarstrukturen i svenskt näringsliv och analysera frågan om sambandet mellan ägarstruktur och näringslivets effektivitet.²¹ I detta sammanhang fick utredningen bl.a. uttala sig om systemet med röstvärdesdifferenser. Utredningen hänvisar i stor utsträckning till den argumentation

¹⁸ SOU 1986:23 s. 147ff

¹⁹ SOU 1986:23 s. 13f och 146f

²⁰ SOU 1986:23 148ff

²¹ Se Dir. 1985:22

röstvärdeskommittén fört, i vilken den säger sig instämma. I likhet med röstvärdeskommittén framhålls röstvärdesdifferentieringens betydelse för möjligheten för expanderande företag att erhålla riskkapital från aktiemarknaden utan att inflytandestrukturen går förlorad. Vidare poängterar också ägarutredningen röstvärdesdifferentieringens betydelse för större företags möjlighet att anskaffa kapital på utländska aktiemarknader utan att den svenska kontrollen går förlorad. Utredningen sade sig därför vid en samlad bedömning inte kunna förorda en förändring av systemet med röstvärdesdifferentiering.²²

2.2.4 Förslaget till ny aktiebolagslag

Regeringen tillkallade 1990 en kommitté med uppdrag att göra en översyn av aktiebolagslagen.²³ Aktiebolagskommittén avlämnade 1995 sitt tredje delbetänkande ”Aktiebolagets organisation” i vilket bl.a. frågan om röstdifferentiering analyserades.²⁴

I sin behandling av frågan inleder kommittén med att konstatera att aktier med olika röstvärden är mycket vanliga bland de svenska aktiemarknadsbolagen, medan antalet onoterade bolag med röstvärdesdifferenser beräknas vara väsentligt mindre. Med en tämligen knapphändig motivering avvisar sedan kommittén tanken på ett förbud eller ytterligare inskränkningar i rätten att utge aktier med olika röstvärden. Kommittén framhåller, såsom Ägarutredningen tidigare gjort, vikten av en aktiv ägarfunktion i företagen och säger sig vara övertygad om att röstvärdesdifferentieringen här spelar en viktig roll, särskilt i stora företag. Vad gäller systemets nackdelar synes kommittén sätta sin tillit till marknaden. Den framhåller således att aktier prissätts på marknaden och att en utvecklad kapitalmarknad förmår bedöma aktiers olika egenskaper, däribland deras röstvärde. Kommittén hänvisar i detta sammanhang till studier som visat att aktier med ett högt röstvärde betingar ett högre pris än aktier med lågt röstvärde, då frågan om beslutanderätten i ett bolag ställs på sin spets. Någon lagstiftning behövs enligt kommittén därför inte.²⁵

Delbetänkandet resulterade i proposition 1997/98:99 ”Aktiebolagets organisation” som sedan ledde till vissa ändringar i aktiebolagslagen. I frågan om aktiers röstvärde delade regeringen kommitténs bedömning och föreslog således inte någon förändring av det gällande systemet.

I skälen för sin bedömning hänvisar regeringen bl.a. till att aktier med olika röstvärden har en lång tradition i svensk rätt och att sådana aktier är mycket vanliga bland svenska aktiemarknadsbolag. Regeringen anser systemet ha stora fördelar då det möjliggör en stark och stabil ägarfunktion, varigenom

²² SOU 1988:38 s. 318f

²³ Se Dir. 1990:46

²⁴ SOU 1995:44

²⁵ SOU 1995:44 s. 178ff

förutsättningar för en effektiv drift och en långsiktig planering skapas. Vidare framhålls röstdifferentieringens betydelse för möjligheten för expanderande företag att anskaffa kapital utan att de ursprungliga ägarna förlorar kontrollen över företagen. Enligt regeringen finns heller inget som tyder på att bruket av röstdifferentiering medfört några beaktansvärda negativa konsekvenser. Ett exempel på en sådan tänkbar negativ effekt som omnämns är att röstvärdesreglerna skulle inverka hämmande på utländska placerares vilja att investera i svenska företag, mot bakgrund av att röstvärdesdifferentiering inte är särskilt vanligt utomlands. Regeringen konstaterar i detta sammanhang att utländska investerare under senare år tvärtom visat stort intresse för den svenska aktiemarkanden och att det internationella ägandet idag är utbrett.

Mot bakgrund av ovanstående fann regeringen att det för närvarande inte förelåg några skäl att förbjuda röstvärdesdifferenser, men uttalade samtidigt att det kunde finnas anledning att återkomma till frågan om den pågående harmoniseringen av bolagsrätten inom EG på nytt skulle aktualisera den.²⁶

I aktiebolagskommitténs slutbetänkande ”Ny aktiebolagslag” som avlämnades 2001 men ännu inte lett fram till någon proposition föreslås att regeln om röstvärdesdifferenser i den nya aktiebolagslagen intas i 3 kap 4 § och får följande lydelse:²⁷

Ingen aktie får ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för någon annan aktie.

Paragrafen motsvarar med vissa redaktionella ändringar 3 kap. 1 § femte stycket i den nu gällande aktiebolagslagen.

2.3 Förekomsten av röstvärdesdifferenser i svenska aktiemarknadsbolag

Aktier med olika röstvärden är vanliga bland svenska aktiemarknadsbolag. Andelen bolag som tillämpar röstvärdesdifferentiering har dock minskat under de senaste åren. En undersökning som gjordes av Aktiebolagskommittén vid årskiftet 1993/94 visade att det i närmare 80 procent av aktiemarknadsbolagen förekom aktier med olika röstvärden. En kartläggning av de nuvarande förhållandena visar att den siffran idag sjunkit till ca 55 procent.²⁸

²⁶ Prop. 1997/98:99 s. 119f

²⁷ SOU 2001:1

²⁸ *Antalet* aktiemarknadsbolag med röstvärdesdifferentiering har emellertid inte sjunkit beroende på att det idag finns betydligt fler aktiemarknadsbolag.

Tabell 1: Röstvärdeskillnader mellan olika aktieslag bland svenska aktiemarknadsbolag 2002-02-08²⁹

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

De allra flesta bolag använder sig av den idag maximalt tillåtna röstvärdeskillnaden 1:10. Ericsson är idag det enda bolag som med stöd av övergångsbestämmelserna har kvar en så stor röstvärdesdifferens som 1:1000.³⁰ Flera stora bolag som tidigare hade B-aktier med blott 1/1000 röst, såsom Electrolux, SKF och ABB, har under de senaste åren, efter marknadsmässiga överväganden, avskaffat dessa stora röstvärdeskillnader. Bolaget med röstvärdesdifferensen 1:100 är Hufvudstaden.

I vilken utsträckning röstvärdeskillnader förekommer bland bolag vilkas aktier inte handlas på aktiemarknaden är inte känt. Mycket talar dock för att det bland dessa bolag inte är lika vanligt med röstvärdesdifferenser.³¹

2.4 Neutralisering av röstvärdesdifferentieringens verkningar

Aktiebolagslagen innehåller också bestämmelser som i viss mån förtar effekterna av en röstvärdesdifferentiering. Det rör sig huvudsakligen om två typer av regler; regler om röstmaximum (rösträttsbegränsningar) och regler som innebär att det vid beslutsfattande vid bolagsstämman inte endast är röstetalet som tas i beaktande utan också kapitalandelen.³² Vad gäller den förstnämnda typen av regler är det emellertid inte så att de per automatik neutraliserar en röstvärdesdifferentiering; som vi skall se kan rösträttsbegränsningar i vissa situationer tvärtom förstärka dess effekter.

²⁹ Tabellen bygger på information som har inhämtats i "Ägarna och makten i Sveriges börsföretag", 2002

³⁰ Denna stora röstskillnad har bl.a. fått till följd att Investor och Industrivärden med blott 8 procent av kapitalet i Ericsson tillsammans innehar närmare 80 procent av rösterna i bolaget.

³¹ SOU 1995:44 s. 179

³² SOU 1981:78 s. 109

2.4.1 Rösträttsbegränsningar

I 9 kap. 5 § ABL föreskrivs att varje aktieägare får rösta för det fulla antalet aktier som han äger eller företräder på grund av fullmakt, om inte bolagsordningen föreskriver annat. Denna regel trädde i kraft 1999 och ersatte den alltsedan 1910 års aktiebolagslag gällande huvudregeln att ingen aktieägare fick rösta för mer än 20 procent av de vid stämman företrädda aktierna. Den äldre regeln kunde dock åsidosättas genom en avvikande föreskrift i bolagsordningen. Syftet med regeln var att öka möjligheterna för de mindre aktieägarna att göra sig gällande gentemot de större ägarna. Det faktum att den numera avskaffats har sin grund i att man under senare år betonat vikten av en aktiv ägarfunktion, vilken en rösträttsbegränsning riskerar att motverka.³³ Som framgått är det emellertid fortfarande möjligt att i bolagsordningen inta föreskrifter om rösträttsbegränsning varför jag kort ska redogöra för de konsekvenser en sådan regel kan få i olika situationer.

Anta exempelvis att ett aktiebolag i bolagsordningen intagit en bestämmelse om rösträttsbegränsning med samma innehåll som den äldre huvudregeln: att en aktieägare maximalt får rösta för en femtedel av de på stämman företrädda aktierna. Två aktieägare har lika stora aktieinnehav, exempelvis 35 procent. Den ene har endast röststarka aktier och den andre innehar endast aktier med lågt röstvärde. Om nu båda ägarna på stämman träffas av regeln om rösträttsbegränsning kommer ägaren av röststarka aktier att drabbas hårdare än ägaren av röstsvaga aktier då han förlorar ett större antal röster. I denna situation neutraliserar således rösträttsbegränsningen röstvärdesdifferentieringen i viss mån.

Annorlunda förhåller det sig om ägarförhållandena i bolaget istället varit sådana att en person ägt exempelvis 5 procent av aktierna, varav samtliga varit A-aktier, och en annan 65 procent av aktierna, varav samtliga varit B-aktier. På stämman kommer med stor sannolikhet endast den sistnämnde ägaren att träffas av tjugoprocentsregeln och därigenom inte kunna rösta för en stor del av sina aktier. På grund av rösträttsbegränsningen ökar alltså A-aktieägarens makt på B-aktieägarens bekostnad. Med andra ord förstärker rösträttsbegränsningen i denna situation röstvärdesdifferentieringen.

Det förtjänar att påpekas att det inte finns något hinder mot att besluta att rösträttsbegränsningen istället för kapitalandelen skall avse röstandelen, exempelvis på så sätt att ingen aktieägare får rösta för mer än en viss andel av det totala antalet röster. En sådan bestämmelse verkar med nödvändighet neutraliserande på röstvärdesdifferentieringen.³⁴

³³ SOU 1995:44 s. 178ff och prop 1997/98:99 s. 121

³⁴ SOU 1981:78 s.110f

Rösträttsbegränsningar förekommer idag inte i någon stor utsträckning bland aktiemarknadsbolagen och torde bland övriga bolag vara mycket sällsynta.³⁵

2.4.2 Övriga minoritetsskyddsregler

Det finns i ABL ett flertal bestämmelser som föreskriver att hänsyn inte bara skall tas till röstetalet utan också till kapitalandelen. Vid tillämpningen av vissa regler är det t.o.m. så att det enbart är kapitalandelen som är det avgörande. Utformningen av de ifrågavarande reglerna på detta sätt, utgör en del av det omfattande skydd som av lagstiftaren ansetts nödvändigt för att tillvarata minoritetens intressen i ett aktiebolag. Minoritetsskyddsreglerna i ABL har genom åren ökat i antal och ett av syftena har varit att just begränsa verkningarna av röstvärdesdifferenser.³⁶ I ett inte obetydligt antal frågor har uppenbarligen lagstiftaren ansett en sådan neutralisering vara nödvändig, trots den i grunden positiva inställningen till röstvärdesdifferenser. Personligen synes det mig något inkonsekvent att å ena sidan framhäva röstvärdesdifferentieringens förträfflighet men å andra sidan tillåta att systemet neutraliseras i ett stort antal fall, även om jag medger att det givetvis är svårt att hitta en rimlig balans.

³⁵ Se SOU 1995:44 s. 180. Kommitténs undersökningar visade att rösträttsbegränsningar i juli 1994 förekom i omkring tio procent av aktiemarknadsbolagen.

³⁶ Rohde 230ff

3 Utländsk rätt

3.1 Nordisk rätt

Frågan om röstvärdesdifferenser har i de nordiska länderna reglerats på liknande sätt i Danmark, Finland, Island och Sverige, medan Norge valt en annan väg. I de tre förstnämnda länderna förelåg under lång tid en obegränsad frihet att differentiera röstvärdet mellan olika aktieslag. Denna frihet inskränktes dock under 1970-talet som ett resultat av det samnordiska arbetet med nya aktiebolagslagar.³⁷

I Danmark föreskrivs i 1973 års aktiebolagslag att ingen aktie får ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för en annan aktie.³⁸ Rösträttslösa aktier eller aktier med större röstvärdesdifferens än 1:10 som givits ut före lagens ikraftträdande gäller enligt lagens övergångsbestämmelser dock fortfarande.³⁹ Till skillnad från vad som gäller i Sverige får emellertid inte ett bolag i vilket det sedan tidigare finns aktier med större röstvärdesdifferenser än 1:10, med undantag vid fondemission, fortsätta att ge ut sådana aktier.⁴⁰

I Finland stadgas i den från 1980 gällande aktiebolagslagen att en aktie inte får ha ett röstvärde överstigande tjugo gånger röstvärdet för en annan aktie.⁴¹ 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.⁴²

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

I Norge gäller liksom i de övriga nordiska länderna som huvudregel att varje aktie medför en röst men att denna princip kan åsidosättas genom föreskrifter i bolagsordningen. Den norska aktiebolagslagen från 1997 tillåter dock till skillnad från sina nordiska motsvarigheter obegränsat stora röstvärdesskillnader och därmed även rösträttslösa aktier.⁴³ Enligt den tidigare aktiebolagslagen från 1974 var det dock för giltigheten av en bestämmelse om röstvärdesdifferentiering en förutsättning att antalet aktieägare i bolaget var och förblev färre än tjugo. På detta sätt ville lagstiftaren förhindra att aktier utan röstvärde i större mängd bjöds ut till allmänheten. I den nya lagen slopades emellertid detta villkor. Motiveringen

³⁷ SOU 1986:23 s. 94

³⁸ Aktieselskapslov kap. 10 § 67

³⁹ Aktieselskapslov kap. 21 § 169 stk 2

⁴⁰ ibid

⁴¹ Lag om aktiebolag 3 kap. 1a §

⁴² Lag om införande av lag om aktiebolag 13 §

⁴³ Akjeloven § 5-3 (1)

som gavs var att aktieägarna själva borde få bestämma vilka rösträttsregler som skulle gälla i ett bolag och, vad beträffar skyddet för allmänheten, att detta bäst tillgodosågs genom tillräcklig information.⁴⁴

3.2 Kontinental rätt

De kontinentala rättssystemen intar generellt sett en skeptisk attityd till röstvärdesdifferentiering men principen ”en aktie, en röst” är i flera länder försedd med vissa undantag.

I Frankrike är huvudregeln att varje aktie berättigar till en röst. För att stimulera långsiktigt ägande är det dock möjligt att i bolagsordningen inta en föreskrift om att en aktie efter två års innehav skall erhålla dubbelt röstvärde. Sådana bolagsordningsbestämmelser är dock relativt ovanliga. Det är i Frankrike också möjligt att ge ut preferensaktier utan röstvärde. Rösträttslösa preferensaktier är underkastade särskilda regler i lagen och får sammantaget inte utgöra mer än en fjärdedel av aktiekapitalet.⁴⁵

I Tyskland har alla aktier i ett aktiebolag som huvudregel samma röstvärde. Från denna regel finns två undantag. För det första är det tillåtet att ge ut preferensaktier utan röstvärde. Dessa får emellertid inte utgöra mer än hälften av bolagets nominella aktiekapital. För det andra kan ett aktiebolag, av behörig delstatsmyndighet, få tillstånd att även ge ut stamaktier med olika röstvärden i syfte att värna om viktigare samhällsekonomiska intressen. 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.⁴⁶

3.3 Anglo-amerikansk rätt

I länder med anglo-amerikanska rättssystem tillåter lagstiftningen i allmänhet hur stora röstvärdesdifferenser som helst mellan olika aktieslag. Likaså tillåts utgivande av aktier helt utan röstvärde.⁴⁷

I England uppställs i aktiebolagslagen inte några begränsningar i möjligheten att i bolagsordningen inta bestämmelser om röstdifferentierade aktier. Meningarna om det lämpliga i detta har dock gått vitt isär i den engelska debatten.⁴⁸ Röstvärdesskillnaderna kan göras hur stora som helst

⁴⁴ NOU 1996:3 s. 100f

⁴⁵ SOU 1997:22 s. 175f

⁴⁶ SOU 1997:22 s. 167f

⁴⁷ SOU 1986:23 s. 102

⁴⁸ Frågan diskuterades bl.a. ingående av den s.k. Jenkins-kommissionen som år 1959 fick parlamentets uppdrag att göra en översyn av den engelska bolagslagstiftningen. Meningarna var starkt delade inom kommissionen. Den föreslog i sitt slutbetänkande emellertid inte några principiella ändringar i fråga om möjligheten att utge aktieslag utan röstvärde. En

och aktier helt utan röstvärde kan också ges ut. Vissa restriktioner föreligger dock för möjligheten att registrera denna typ av aktier vid London Stock Exchange. På aktierna måste det bland annat tydligt framgå att de saknar rösträtt. För att skydda aktieägarna i ett bolag med röstvärdesdifferenser föreskrivs också en särskilt långtgående informationsskyldighet för bolaget gentemot aktieägarna i ett sådant bolag.

USA saknar enhetlig federal aktiebolagslagstiftning; varje delstat har sin egen lagstiftning. Delstaterna använder sig emellertid i varierande utsträckning av en gemensam förlaga, Model Business Corporation Act, vilken tillåter obegränsade röstvärdesdifferenser och även utgivande av aktier helt utan röstvärde. De flesta delstatslagstiftningar kräver att varje aktie 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 registrerade helt enkelt inte aktier i bolag som hade aktier utan eller med starkt reducerat röstvärde.⁴⁹ Börsen har emellertid på senare år svängt i denna fråga och nekar nu inte längre kategoriskt registrering av ett sådant bolags aktier, utan gör en prövning in casu. De redan börsnoterade bolagen som utgett röstvärdesdifferentierade aktier är enligt börsens regler förhindrade att införa nya aktieslag med reducerade röstvärden, men får fortsätta att ge ut den typ av aktier de tidigare emitterat.⁵⁰

minoritet av kommissionens ledamöter reserverade sig mot beslutet. Se Report of the Company Law Committee, Cmnd 1749, London, June 1962, s. 46f. och s. 207f.

⁴⁹ SOU 1986:23 s. 103f

⁵⁰ New York Stock Exchange: Original listing requirements § 122-124

4 Alternativ till röstvärdesdifferentiering

Såsom tidigare antytts är röstvärdesdifferentiering långtifrån det enda sättet att koncentrera inflytande över ett företag till en eller ett fåtal aktieägare. Likande resultat kan uppnås med andra metoder och sålunda ge vissa aktieägare ett större inflytande än som svarar mot deras kapitalinsats. Dessa metoder förekommer i viss utsträckning i näringslivet idag men kommer med stor sannolikhet att bli allt vanligare om möjligheterna till röstvärdesdifferentiering begränsas eller avskaffas. I detta kapitel skall ett urval av dessa metoder bli föremål för en kort presentation.

4.1 Röstbindningsavtal

Av 9 kap. 3 § ABL följer att en röstfullmakt för bolagsstämma inte får göras oåterkallelig⁵¹ eftersom detta skulle strida mot det aktiebolagsrättsliga förbudet att skilja den till en aktie knutna förvaltningsbefogenheten från de ekonomiska rättigheterna. Det finns emellertid inget som hindrar aktieägare från att sinsemellan upprätta avtal som går ut på att ena parten skall utöva sin rösträtt på visst sätt, exempelvis i enlighet med andra partens direktiv. Ett sådant avtal kan förvisso inte göras gällande mot bolaget men är enligt vanliga civilrättsliga regler gällande mellan parterna.⁵²

En icke helt ovanlig typ av röstbindningsavtal är ett s.k. konsortialavtal, vilket har till syfte att binda anslutna aktieägares rösträtt så att de på bolagsstämman röstar i enlighet med tidigare fattat majoritetsbeslut av aktieägarkonsortiet. Om man tillser att konsortiets röstandel ger majoritet på stämman kan alltså den grupp som behärskar konsortiet också behärska stämman. Genom att majoriteten i den mindre församlingen också slår igenom i den större kan kontrollen över ett bolag på detta sätt koncentreras.⁵³

Den största nackdelen med den här typen av avtal, framför allt i börsbolag, är att de kan bidra till en otydlig ägarbild eftersom avtalen inte sällan ingåtts i hemlighet. Det verkliga inflytandet i bolaget ligger dolt, vilket exempelvis kan leda till att en placerare inte kan bedöma den ekonomiska risken av en placering.⁵⁴

⁵¹ Den gäller högst ett år från utfärdandet

⁵² SOU 1986:23 s. 85

⁵³ Roos s. 46

⁵⁴ SOU 1986:23 s. 86

4.2 Korsvist ägande av aktier

En särskilt under 1980-talet mycket omdebatterad företeelse är korsvist aktieägande, d.v.s. att en grupp av aktiebolag äger aktier i varandra.⁵⁵ Anta att företaget A äger aktier i företaget B samtidigt som B äger aktier i A och att A har en så stor andel av aktierna i B att det har möjlighet att påverka beslutsfattandet i företaget.⁵⁶ 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.⁵⁷

Om det i 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.⁵⁸

I de fall korsvist ägande förekommer är emellertid ofta fler än två företag involverade, 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.⁵⁹

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. Sant är att bolag genom ett inbördes ägande av inte alltför stora kapitalandelar i hög utsträckning kan frigöra sig från övriga aktieägares inflytande. På detta sätt kan det bli ett alternativ till röstvärdesdifferentiering.⁶⁰

Korsvist ägande förekommer fortfarande i en inte obetydlig utsträckning i svenskt näringsliv idag, även om det inte alls är lika vanligt förekommande som det var på 1980-talet. En stor del av företagen i den s.k. Stenbeckssfären kontrolleras exempelvis genom korsvist ägande.

⁵⁵ Nial och Johansson s. 310

⁵⁶ A:s innehav i B får dock inte vara så stort (mer än 50 procent av rösterna) att B klassificeras som dotterbolag till A. Eftersom ett dotterbolag enligt 7 kap. 23 § ABL inte får förvärva aktier i moderbolaget, kan nämligen inte korsvist ägande förekomma i ett sådant fall.

⁵⁷ SOU 1988:38 s. 120ff

⁵⁸ ibid

⁵⁹ ibid

⁶⁰ SOU 1986:23 s. 88

4.3 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 företaget A genom förvärv av aktier blir kontrollerande aktieägare i företaget 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.⁶¹

Genom att bolag ”staplas på varandra” kan en relativt liten kapitalinsats i ett bolag ge praktisk kontroll över flera. Utan möjligheten att röstdifferentiera skulle visserligen en något större kapitalinsats krävas men pyramidbyggandet måste ändå ses som ett reellt alternativ till röstvärdesdifferentiering.⁶² 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 ett stort antal företag.

4.4 Överlåtelsebegränsningar

Om exempelvis en grundare av ett småföretag behöver nytt riskkapital till sitt bolag sker detta ofta genom att han ger ut röstsvaga aktier. På detta sätt bevarar han kontrollen över företaget.

Om möjligheten till röstvärdesdifferentiering tas bort kan det tänkas att den ursprunglige ägaren lägger sig vinn om att endast ge ut aktier till sådana personer han är säker på kommer att låta honom driva vidare företaget på samma sätt som tidigare. Han kan emellertid då vilja försäkra sig om att dessa personer inte överlåter aktierna till andra som han inte har samma förtroende för.⁶³ Detta kan ske genom att han i bolagsordningen intar en föreskrift om hembudsskyldighet.⁶⁴

En sådan föreskrift är enligt 3 kap. 3 § ABL aktiebolagsrättsligt giltig och kan sålunda göras gällande mot bolaget, till skillnad från exempelvis förbuds-, samtyckes- eller förköpsföreskrifter som saknar aktiebolagsrättslig verkan.⁶⁵ Sistnämnda överlåtelsebegränsningar kan dock i likhet med vad

⁶¹ SOU 1988:38 s. 121

⁶² SOU 1986:23 s. 88

⁶³ SOU 1986:23 s. 82

⁶⁴ Med hembudsskyldighet avses en skyldighet för den som har förvärvat en aktie att till speciellt lösningsberättigade i bolaget hembjuda aktien till lösen.

⁶⁵ Aktier förenade med hembudsskyldighet kan emellertid inte børsregistreras men andra aktier i samma bolag kan ifrågakomma för registrering.

som gäller för röstbindningsavtal avtalas om aktieägare emellan med civilrättslig verkan.⁶⁶

⁶⁶ Aktiebolagskommittén har dock föreslagit att svenska aktiebolag skall ges utökade möjligheter att föra in dylika överlåtelsebegränsningar i bolagsordningen. För publika aktiebolag föreslår kommittén att, förutom hembudsklausuler, förköpsklausuler skall tillåtas. För privata aktiebolag föreslås att även samtyckesklausuler skall tillåtas. Se SOU 1997:22 s. 207ff.

5 Vinstandelsbevis- en form av rösträttslösa aktier?

5.1 Bakgrund

Med vinstandelsbevis avses sådana, av bolaget utgivna, skuldebrev där räntan och/eller återbetalningen är beroende av bolagets vinst. Ett vinstandelsbevis som beträffande kapitalandelen skall återbetalas med ett nominellt belopp, eller ett med ett belopp som bestäms med hänsyn till förändringar i penningvärdet, men där räntan mycket väl kan vara knuten till bolagets ekonomiska ställning, kallas ibland, med en från engelskan hämtad term, lånedebenture. Ett vinstandelsbevis som är utformat på så sätt att kapitalbeloppet anknyter till bolagets ekonomiska situation kallas på motsvarande sätt för en delägardebenture.⁶⁷ Själva lånet som tas upp av bolaget mot utfärdandet av en sådan lånedebenture där räntan knutits till bolagets ställning, brukar benämnas vinstandelslån. Lånet som upptas mot utfärdandet av en delägardebenture betecknas kapitalandelslån.⁶⁸

I svensk rätt finns, i 7 kap 26 § 1 st ABL, för närvarande ett förbud mot upptagande av kapitalandelslån. Enligt paragrafens andra stycke är dock vinstandelslån tillåtna, med den begränsningen att ett beslut om upptagande av ett sådant lån måste fattas av bolagsstämman eller, efter bolagsstämmans bemyndigande, av styrelsen. Aktiebolagskommittén har emellertid nu föreslagit att aktiebolag även skall tillåtas ta upp kapitalandelslån.⁶⁹

Reglerna om vinstandelsbevis har ett nära samband med de om tillåtna röstvärdesdifferenser. Anledningen till detta står att finna i att motivet till att större röstvärdesdifferenser än 1:10 inte tillåts är det samma som det som ligger bakom förbudet mot delägardebentures – risk bör åtföljas av ett visst mått av inflytande. En innehavare av en delägardebenture intar, som vi skall se, nämligen en ställning som ligger väldigt nära en aktieägares, men då han är att se som kreditgivare har han ingen rösträtt på bolagsstämman.

5.2 Rättsutvecklingen

På 1920 och 1930-talet var vinstandelsbevis tämligen vanliga i Sverige. Någon distinktion mellan lånedebentures och delägardebentures gjordes vid

⁶⁷ Rohde s. 71. Räntan på en delägardebenture kan naturligtvis också vara knuten till bolagets resultat. Min anm.

⁶⁸ Se SOU 1997:22 s. 231f. Lägg märke till att termerna vinstandelsbevis och vinstandelslån enligt denna terminologi inte korrelerar, då termen vinstandelsbevis även avser sådana skuldebrev som utfärdats mot ett kapitalandelslån. Avsteg från ovan nämnda terminologi förekommer, se bl.a. Ericsson s. 20 som benämner båda typerna av lån vinstandelslån.

⁶⁹ SOU 1997:22 s. 231ff

denna tid inte och båda typerna tycks ha förekommit, även om den förstnämnda var den klart vanligare. I samband med Kreugerkraschen 1932 kom emellertid vinstandelsbevisen i vanrykte och detta, tillsammans med den osäkerhet som rådde om räntan på vinstandelsbevisen var avdragsgill, gjorde att det skulle dröja mer än ett halvt århundrade innan nästa marknadsanpassade vinstandelsbevis utgavs.⁷⁰ Det torde dock inte under denna tid ha funnits något rättsligt hinder mot att utge sådana bevis. De kunde utfärdas enligt 1910 års aktiebolagslag och det finns inte skäl att anta att 1944 års lag medförde någon skillnad.⁷¹

Först 1964 kom vinstandelsbevis att återigen diskuteras i en offentlig utredning i samband med att Värdeförsäkringskommittén lade fram sitt betänkande angående indexlån. Kommittén ställde sig i stort sett positivt till vinstandelsbevis och framhöll bl.a. att debentures i sin egenskap av främmande kapital innehåller en mindre kreditrisk än aktier och att lånen dessutom kundes förses med en nominal räntegaranti. Dessa två faktorer kunde enligt kommittén tänkas göra placerarna mer benägna att acceptera en lägre avkastning än på aktier, med minskad kapitalkostnad för bolaget som följd. Vad gäller nackdelarna, som enligt kommittén alltså inte övervägde fördelarna, framhöll kommittén framför allt avsaknaden av inflytande över hur de för avkastningen avgörande besluten fattas.⁷²

Vid omarbetandet av 1944 års aktiebolagslag, som resulterade i en ny lag 1975, framhöll Aktiebolagsutredningen att det svenska näringslivet då visat intresse för vinstandels- och kapitalandelslån. Utredningen fann att det för näringslivets styrka och utveckling var av vikt att finansieringsfrågor kunde lösas för företagen i de former som med hänsyn till olika förhållanden var lämpligast för bolaget. Det ansågs också vara viktigt med hänsyn till de internationella förbindelserna att de i många länder förekommande finansieringsformerna även stod svenska företag till buds. Vidare menade utredningen att denna finansieringsform skulle kunna stimulera tillförseln av utländskt kapital till svenska företag utan det inflytande som följer med aktieinnehav. Mot bakgrund av ovanstående föreslog utredningen beträffande vinstandels- och kapitalandelslån inte några andra begränsningar än att det för giltigt beslut om upptagande av sådana lån skulle krävas kvalificerad majoritet på bolagsstämma.⁷³

I början av 1970-talet började skillnaden mellan lånedebentures och delägardebentures att uppmärksammas alltmer, vilket ledde till kritik mot delägardebentures. Kapitalmarknadsutredningens åsikt var att lån som inte inlöses till en vid emissionstillfället bestämd kurs utan till sitt

⁷⁰ AB Kreuger & Toll hade under åren 1928 och 1929 utgivit vinstandelsbevis, vilka betecknades participating debentures, gällande mycket stora belopp, se SOU 1931:40 s. 260 Dessa blev efter bolagets konkurs helt värdelösa.

⁷¹ Ericsson s. 20f

⁷² SOU 1964:2 s. 85f

⁷³ SOU 1971:15 s. 193ff

marknadsvärde inte bör förekomma på kapitalmarknaden.⁷⁴ Det emitterande bolaget ansågs nämligen genom olika åtgärder kunna pressa ned marknadskursen på delägardebentures för att därefter sägas upp till inlösen. Kapitalutredningen påpekade i detta sammanhang också att vinstandelsbevisens innehavare inte heller hade någon möjlighet att påverka bolagens beslut. Angående lånedebentures menade utredningen att de till sin konstruktion ur säkerhetssynpunkt inte ingav några betänkligheter. Det poängterades dock att den fixerade grundförräntningen inte bör vara för låg.⁷⁵

I förslaget till den nya aktiebolagslagen intog departementschefen till skillnad från Aktiebolagsutredningen en skeptisk attityd till delägardebentures och förordade att ett förbud mot dem intogs i den nya lagen, medan han godtog lånedebentures. Som skäl för ett förbud mot delägardebentures angavs följande:

” Är varken inlösenstidpunkten eller återbetalningsbeloppet på förhand fixerade har innehavaren däremot en mycket osäker ställning. Är vinstandelsbeviset konstruerat så att innehavaren av vinstandelsbevis får en andelsrätt i bolagets förmögenhet, intar I själva verket innehavare av sådana vinstandelsbevis en ställning som ligger mycket nära aktieägarens (jfr NJA 1935 s. 270). Eftersom en innehavare av ett vinstandelsbevis dock är att anse som kreditgivare, har han inte rösträtt på bolagsstämma och saknar varje möjlighet att ingripa mot icke önskvärda bolagsstämmobeslut. Han har heller inte någon motsvarighet till aktieägarens principiella rätt till företräde vid nyemission. Det betyder att en innehavare av ett vinstandelsbevis av det nu berörda slaget måste finna sig i att värdet av hans andelsrätt minskar allteftersom nya vinstandelsbevis med rätt till andel i bolagets förmögenhet ges ut. Man kan därmed med visst fog påstå att en innehavare av ett vinstandelsbevis av nu berört slag i realiteten intar samma ställning som aktieägare men utan att kunna delta i bolagets förvaltning och utan att kunna åberopa några av de skyddsregler som gäller för aktieägare. Den otrygga ställning en innehavare av en delägardebenture på detta sätt får är enligt min mening ägnad att väcka starka betänkligheter. Något påtagligt behov för bolagen att använda denna speciella form av vinstandelsbevis synes inte föreligga. Jag förordar därför att delägardebentures förbjuds i den nya aktiebolagslagen. Förbudet kan nämligen ges den formen att i lagen föreskrivs att penninglån skall betalas med ett nominellt eller indexberäknat belopp såvida inte annat följer av lagens bestämmelser om konverteringslån.”⁷⁶

Förbudet kom i den nya aktiebolagslagen att intas i 7 kap. 3 § och gäller fortfarande. Motsvarande bestämmelse återfinns dock numera i 7 kap. 26 § efter den omstrukturering av det sjunde kapitlet som skedde i samband med reformen om egna aktier.⁷⁷

5.3 Aktiebolagskommitténs förslag

Som tidigare nämnts har Aktiebolagskommittén i utredningen av en ny aktiebolagslag förordat ett avskaffande av förbudet mot delägardebentures.

⁷⁴ SOU 1972:63

⁷⁵ Ericsson s.22

⁷⁶ Prop. 1975:103 s. 221

⁷⁷ Lag 2000:66

En bestämmelse om kapitalandelslån och vinstandelslån med följande lydelse föreslås intas i den nya lagen⁷⁸:

Om bolaget skall ta upp ett lån där räntan eller det belopp med vilken återbetalning skall ske helt eller delvis är beroende av utdelningen till aktieägarna eller av bolagets resultat eller finansiella ställning skall beslut härom fattas av bolagsstämman eller, efter bolagsstämmans bemyndigande av styrelsen.

Kommitténs argumentation påminner mycket om den som av kommittén anförts i frågan om röstvärdesdifferentiering⁷⁹, d.v.s. att marknaden själv förmår tackla de risker som finns. De skäl mot ett förbud som anförts i förarbetena till 1975 års aktiebolag anser kommittén inte vara övertygande. Det faktum att långgivare inte har aktieägares rätt är enligt kommittén inte någon nackdel; om långgivare med hänsyn till lånevillkoren löper risker likartade dem som gäller för aktieägare, får bolaget betala för det i form av högre kapitalkostnader. Vidare påpekar kommittén att aktiebolagslagen redan nu godtar vissa mycket riskfyllda lån. Enligt kommittén kan exempelvis ett konvertibellån i form av förlagsbevis med räntan satt i relation till företagets utdelning många gånger vara minst lika riskfyllt som ett kapitalandelslån, där varken inlösenstidpunkt eller återbetalningsbelopp har bestämts på förhand. Dessutom, poängterar kommittén, har det under senare år utvecklats en rad andra finansiella instrument som omsätts på kapitalmarknaden, trots att de uppenbarligen är förenade med stora och svårbedömda risker. De stora aktörerna på denna marknad, som är de som sätter priserna och därmed bestämmer dessa också för småspararna, har tillgång till finansanalytiker och andra specialister, menar kommittén. Av denna anledning ger prisbildningen också ett skydd för dem som ger sig in på denna marknad utan djupa kunskaper. Det pris småspararna betalar för värdepapper avspeglar enligt kommittén den information som finns tillgänglig för de stora aktörerna på marknaden och småspararna betalar i teorin aldrig ett högre pris än vad som motsvarar risken med de instrument de köper. Kommittén ser av denna anledning inget motiv till att begränsa bolagens rätt att ta upp kapitalandelslån av hänsyn till långgivarna. Slutligen framhålls att förbudet mot delägardebentures också allmänt uppfattas som ett hinder för svenskt näringsliv att ta upp lån på villkor som är vanliga i de länder vi brukar jämföra oss med.⁸⁰

5.4 Gränsdragningsproblematiken och förbudets existensberättigande

Som tidigare nämnts har förbudet mot delägardebentures en stark koppling till bestämmelserna om röstvärdesdifferentiering. Detta faktum konstateras även av Aktiebolagskommittén som i sin genomgång av gällande rätt skriver: ” Det nuvarande förbudet mot rösträttslösa aktier kommer till uttryck

⁷⁸ 10 kap. 10 § i författningsförslaget, se SOU 2001:1

⁷⁹ Se ovan kap. 2.2.4.

⁸⁰ SOU 1997:22 s. 233

genom bestämmelserna om aktiers röstvärde men också indirekt genom ett förbud i 7 kap. 3 § ABL mot upptagande av vissa penninglån”. Samtidigt föreslår kommittén ett avskaffande av förbudet i 7 kap. 3 §, medan den i ett tidigare betänkande förordat att de tidigare reglerna om maximal tillåten röstvärdesdifferens skall behållas. Frågan som här inställer sig är om inte kommittén i konsekvensens namn även borde förespråkat ett införande av möjligheten till obegränsad röstvärdesdifferentiering.⁸¹ Detta leder mig osökt in på frågan om man verkligen kan jämställa en innehavare av ett vinstandelsbevis (främst delägardebenture) och en aktieägare och var i så fall gränsen mellan en långgivare och en delägare går. En förutsättning för denna diskussion är en studie av hur vinstandelsbevis mera specifikt brukar vara utformade.

Vinstandelsbevis kan utformas på många olika sätt. En uppdelning kan visserligen, såsom tidigare påpekats, göras mellan lånedebentures å ena sidan och delägardebentures å andra sidan (se ovan kap 5.1.1), men inom dessa kategorier förekommer stora variationer. Då det främst är delägardebentures och inte lånedebentures som kritiserats för att i realiteten vara aktier eller i vart fall vara att jämställa med aktier, kommer jag fortsättningsvis i första hand koncentrera mig på varianter av de förra.

Delägardebentures har som ovan påpekats av flera orsaker inte förekommit i någon stor utsträckning i Sverige. De som otvivelaktigt rönt mest uppmärksamhet är de som 1928 utgavs av AB Kreuger & Toll. Villkoren i de kapitalandelslån som upptagits av Kreuger & Toll var i korthet följande: En fast ränta utgick med 5 procent. Vinstandelsmomentet bestod av en tilläggsränta med 1 procent för varje procent utdelningen översteg 5 procent. Innehavaren ägde rätt att först efter 75 år uppsäga skuldebrevet. Inlösen skulle ske till pari jämte upplupen ränta. Bolaget förbehöll sig däremot rätten att när som helst inlösa obligationen efter tre månaders uppsägningstid. Inlösensbeloppet skulle då motsvara obligationens på visst sätt uträknade genomsnittskurs under de tre månader som föregick den månad under vilken uppsägningen skedde. Betalningen fick dock aldrig ske till lägre belopp än pari jämte upplupen ränta. Även för den händelse bolaget likviderades skulle samtliga obligationer inlösas ur bolagets tillgångar till ett pris som motsvarade marknadskursen på obligationerna. Enligt villkoren skulle detta ske innan någon utskiftning skett till aktieägarna, men efter det att bolagets övriga skulder betalats.⁸²

Just de debentures som utgivits av Kreuger & Toll blev föremål för prövning i NJA 1935 s. 270 där HD fick anledning att uttala sig om deras rättsliga natur. Bakgrund till fallet var att tre debentureinnehavare i bolagets konkurs bevakade fordringar avseende skadestånd, på grund av den förlust som de lidit genom att de av falska uppgifter i bolagets styrelseberättelser lockats att

⁸¹ Jag återkommer till denna fråga senare i detta kapitel

⁸² Borgström s. 81ff

köpa debentures till avsevärda överpriser. HD ogillade skadeståndstalan med följande motivering:

”Med hänsyn till den rätt i avseende å vinstutdelning och andel i bolagets tillgångar vid likvidation, som sålunda tillförsäkrats debenturesinnehavarna, måste dessa anses vara i väsentlig mån likställda med aktieägare och förty, oavsett de omständigheter under vilka de förvärvat förbindelserna, icke kunna å dylikt förvärv grunda skadeståndfordran å bolaget”⁸³

HD ansåg sålunda att dels den debentureinnehavaren tillförsäkrade andelen i vinsten, dels rätten till andel i behållningen vid likvidation, beräknad efter marknadsvärdet, utgjorde tillräckliga skäl för att motivera den väsentliga likställtheten. Frågan är om HD:s dom kan ge anledning att anta att delägardebentures även i andra avseenden än de i rättsfallet aktuella kan anses vara väsentligt likställda med aktier. Som alltid vid rättsfallstolkning bör en viss försiktighet i fråga om generella slutsatser anbefallas. Det var frågan om debentures av en viss bestämd typ och HD:s dom avsåg en speciell fråga, nämligen den huruvida debenturesinnehavarna hade rätt till skadestånd av bolaget på grund av svikligt förfarande från bolagets sida.

Flera författare har i större eller mindre utsträckning behandlat den svåra frågan om gränsdragningen mellan fordringsrätt- och delägarrätt.⁸⁴ Det skall redan här påpekas att det inte torde vara möjligt att formulera någon skarp gräns mellan ett låneförhållande och ett delägarskap. Vad det istället handlar om är att uppställa faktorer kännetecknande för låneförhållande respektive delägarskap. Att återbetalningspriset beräknas efter marknadskursen, att rätt till vinstandel föreligger, samt en osedvanligt lång löptid föreligger är omständigheter som ofta anförs som stöd för uppfattningen att det är fråga om delägarskap. Dessa faktorer förefaller mig vara rimliga utgångspunkter att hålla sig till vid en bedömning men är ändå alltför otydliga för att ge någon klar ledning. Vad är exempelvis en lång löptid? Dessutom är blott den omständigheten att rätt till vinstandel föreligger inte tillräcklig för att avgöra den specifika fråga som här står i förgrunden – gränsdragningen mellan en aktie och en delägardebenture-, eftersom en delägardebenture är ett sådant värdepapper som per definition ger rätt till någon typ av vinstandel i ett bolag. Vad man istället måste undersöka är hur vinstandelsvillkoret konkret är utformat och avgöra hur likt detta är de villkor som enligt aktiebolagslagen gäller för aktieägare i denna fråga.

En klar svaghet i Aktiebolagskommitténs resonemang vad gäller delägardebentures är att det inte innehåller några uttalanden om hur likt en aktie det är tillåtet att utforma en delägardebenture. För det kan väl inte vara kommitténs mening att det skall vara tillåtet att i realiteten konstruera en slags konstgjord aktie utan rösträtt? Några säkra slutsatser går inte att dra av kommitténs kortfattade motivering, men rimligtvis är det så att det faktiskt

⁸³ En aktieägare kunde inte på angiven grund tillerkännas skadestånd.

⁸⁴ Se bl.a. Borgström s. 89ff Mattson s. 20ff och Jakhelln s. 427ff.

skall finnas en gräns för hur närliggande en aktie en delägardebenture får vara.

Klart är att en delägardebenture kan utformas på ett sådant sätt att innehavarens ställning i ekonomiskt hänseende i påtaglig grad liknar en aktieägars. Lagstiftaren har ansett att aktieinnehav i ett bolag också skall berättiga till ett visst mått av inflytande i detta och sålunda föreskrivit att ingen aktie får ha ett röstvärde överstigande tio gånger röstvärdet för en annan aktie, varav också följer ett förbud mot rösträttslösa aktier. Aktiebolagskommittén har inte föreslagit någon ändring härvidlag. Huruvida ett sådant förbud är berättigat kan det råda delade meningar om men om man nu anser att en aktieägare av olika skäl måste tillförsäkras ett sådant skydd som en rösträtt utgör, förefaller det mig rimligt att överväga om samma skäl även kan åberopas för andra intressenter i bolaget, såsom innehavare av delägardebentures. Detta har lagstiftaren gjort och ansett att förbudet mot rösträttslösa aktier också motiverar ett förbud mot delägardebentures p.g.a. deras likhet med aktier.

Att döma av Aktiebolagskommitténs resonemang i såväl frågan om röstvärdedifferentiering som vad gäller delägardebentures synes kommittén däremot inte anse ett sådant skydd vara nödvändigt. Vidare tycks kommittén inte haft något att erinra mot den av departementschefen i förarbetena till 1975 års aktiebolag framförda uppfattningen att en innehavare av en delägardebenture i realiteten intar samma ställning som en aktieägare. Med tanke på kommitténs syn på skyddsbehovet är det helt följdriktigt av kommittén att föreslå ett avskaffande av delägardebentures. För att vara trogen sitt eget resonemang kan man emellertid kanske tycka att kommittén också borde ha förespråkat ett tillåtande av möjligheten att ge ut rösträttslösa aktier. En innehavare av en delägardebenture kan ju i viss mån sägas ha en än mer otrygg ställning än en ägare av en röstlös aktie skulle få genom att debentureägare inte kan åberopa de skyddsregler (likabehandlingsprincipen och olika typer av minoritetsskyddsregler) som gäller för aktieägare.

Det skall i ärlighetens namn dock sägas att utformningen av reglerna om röstvärdedifferentiering är en mångfacetterad fråga som implicerar en rad svåra ställningstaganden, varav vissa inte har att göra med marknadens förmåga att hantera risker.⁸⁵ Kommitténs betänkande redovisar endast ett fåtal av de aspekter som måste beaktas i denna fråga och det hade onekligen varit önskvärt med en något mer djupgående diskussion.

Vad slutligen gäller frågan om ett förbud mot delägardebentures verkligen bör upprätthållas är jag benägen att instämma i kommitténs resonemang. Det förefaller mig något märkligt att ha ett förbud mot just delägardebentures, samtidigt som andra och nog så riskfyllda finansiella instrument är tillåtna. Exempelvis kan innehavare av terminer och optioner enligt min mening i många fall inta en lika riskfylld ställning som en debentureinnehavare. Vad

⁸⁵ För en närmare diskussion av dessa, se kap 7.

gäller de på marknaden idag förekommande syntetiska optionerna⁸⁶, en slags optioner som ger en rätt att få ut ett belopp som på något sett står i relation till gällande börskurs på bolagets aktier, anser för övrigt Rohde att dessa står i strid mot förbudet mot kapitalandelslån i 7 kap. 26 §. Han synes således likställa syntetiska optioner med delägardebentures. Likväl förekommer de på marknaden och tycks därmed ha accepterats. Av det sagda följer att principen om att risktagande i ett bolag alltid ska åtföljas av inflytande redan idag är kraftigt urholkad. Anser man att denna princip bör upprätthållas kan det ifrågasättas om man inte också borde förbjuda sådana finansiella instrument som optioner och terminer. Några sådana planer torde dock inte ens finnas i lagstiftarens tankevärld. Mot bakgrund härav borde det vara ett rimligt steg för lagstiftaren att även tillåta delägardebentures.

⁸⁶ Här åsyftas sådana syntetiska optioner som ges ut av ett aktiebolag.

6 Utvecklingen inom EU

6.1 Harmoniseringsarbetet

Frågan om röstvärdesdifferentiering har inom EU-samarbetet aktualiserats under utarbetandet av såväl det femte bolagsdirektivet, som behandlar aktiebolagets organisation, som det trettonde som rör erbjudanden om övertaganden (s.k. take over bids).

Förslaget till femte bolagsdirektiv lades fram första gången år 1972 men någon enighet kunde trots flera kompromissförslag inte uppnås mellan medlemsländerna ifråga om direktivet. Ett omarbetat förslag lades fram av kommissionen 1991. Det innebar, liksom det ursprungliga direktivförslaget, att utrymmet för röstvärdesdifferentiering i medlemsländerna skulle begränsas. Huvudregeln var att varje aktieägare på stämman skulle ha rösträtt i proportion till sin andel av bolagets aktiekapital. Den nationella lagstiftningen skulle dock kunna avvika från denna regel genom att medge att bolag emitterar röstsvaga eller rösträttslösa preferensaktier. Andelen preferensaktier skulle dock inte kunna motsvara mer än femtio procent av samtliga aktier i bolaget. Direktivförslaget föreskrev även ett totalt förbud mot rösträttsbegränsningar i bolagsordningar. Värt att notera är också det faktum att förslaget inte upptog några övergångsbestämmelser som skulle göra det möjligt att bevara röstvärdeskillnader eller rösträttsbegränsningar i bolagsordningen för äldre bolag.⁸⁷

Förslaget till femte direktiv från 1991 ligger fortfarande på kommissionens bord. Medlemsländernas positioner tycks vara helt låsta vad gäller de frågor om aktiebolagets interna struktur direktivet reglerar, varför ett genomförande för närvarande synes avlägset.

Inom ramen för arbetet med trettonde bolagsdirektivet (det s.k. Take-over-bid-direktivet) har emellertid nu röstvärdesfrågan återigen hamnat i fokus. Det huvudsakliga syftet med direktivet är att skapa vad som brukar kallas ett "level playing field" för företagsuppköp inom EU, d.v.s. att möjligheten till att genomföra företagsförvärv skall vara likvärdig i medlemsländerna. Detta anses i sin tur vara nödvändigt för att skapa en integrerad kapitalmarknad i unionen. Detta mål skall uppnås genom att få bort de skyddande regler som regeringar och företag skapat för att förhindra fientliga övertaganden av företag.

Kommissionen lade 1996 fram ett förslag till trettonde bolagsdirektiv. Efter diverse kompromissande mellan rådet och parlamentet såg det i april 2001 ut som om direktivet skulle bli verklighet men när det slutligen skulle

⁸⁷ SOU1995:44 s. 143f

godkännas av parlamentet lyckades dock framför allt de tyska parlamentsledamöterna mobilisera starkt mostånd och förslaget föll med minsta möjliga majoritet. En huvudinvändning från tyskarna var att EU-direktivet inte avskaffade alla hinder som fanns i de olika medlemsländerna.⁸⁸ I förslaget fanns nämligen bestämmelser som skulle hindra styrelsen från att vidta försvarsåtgärder mot ett uppköp utan bemyndigande från bolagsstämman. Däremot saknades regler om strukturella hinder såsom röstvärdesdifferentiering.

En expertgrupp på bolagsrätt (The High Level Group of Company Law Experts) tillsattes av kommissionen i september 2001 med uppgift att tillhandahålla rekommendationer vid utarbetandet av ett nytt direktivförslag. I januari 2002 överlämnade expertgruppen sitt förslag, som även behandlar frågan om röstvärdesdifferenser, till kommissionen, som beräknas lägga fram ett förslag till nytt direktiv i maj 2002.⁸⁹

6.2 Expertgruppens förslag

I den del av direktivförslaget som behandlar frågan om hur ett "level playing field" för företagsuppköp skall kunna uppnås i EU, framhåller expertgruppen två principer som den anser bör prägla en reglering; principen att den slutliga bestämmanderätten vid ett övertagandebud måste åvila aktieägarna och principen om att det i ett bolag skall finnas en proportionalitet mellan ekonomiskt risktagande och inflytande. I detta sammanhang är det den sistnämnda principen som är av intresse, då den ofrånkomligen ställer frågan om röstvärdesdifferentiering på sin spets.

Proportionalitetsprincipen innebär för expertgruppen att de personer som har en obegränsad rätt att få del av bolagets vinster eller i överskottet vid likvidation, men endast dessa, skall ha rösträtt i proportion till sitt risktagande. Dessa personer är enligt gruppen de bäst lämpade att bestämma om bolagets förehavanden eftersom de slutgiltiga konsekvenserna av deras beslut kommer att bäras av dem. Därför skall den som innehar majoriteten av det riskbärande kapitalet i ett bolag också kunna kontrollera bolaget. Kapital- och kontrollstrukturer som ger disproportionella kontrollrättigheter till vissa aktieägare skall, menar expertgruppen, inte tillåtas hindra ett annars framgångsrikt bud på det riskbärande kapitalet i företaget.⁹⁰

Visserligen, anför gruppen, kan det på en fullt integrerad och välutvecklad marknad mycket väl vara så att frågan om ett företag skall bekänna sig till denna proportionalitetsprincip lämpligast överlåts till marknaden själv att

⁸⁸ Den känsligaste frågan tycks dock ha varit att EU ville avskaffa de tyska delstatsregeringarnas möjligheter att blockera affärer. Se Veckans affärer, nr 6, 4 feb 2002

⁸⁹ Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brussels 10 January 2002 (hädanefter benämnt direktivförslaget eller endast förslaget)

⁹⁰ Förslaget s. 21f

besluta om. En sådan marknad besitter nämligen förmågan att på ett korrekt sätt bedöma de risker som olika avsteg från proportionalitetsprincipen kan vara förknippade med. För gruppen är det emellertid uppenbart att några sådana effektiva marknader inte existerar runt om i Europa, i vart fall inte i de flesta medlemsländerna. För att integrera dessa marknader på en europeisk nivå anser gruppen det därför vara nödvändigt att specificera proportionalitetsprincipen i mer detaljerade regler som skall vara bindande i medlemstaterna.⁹¹

Efter denna slutsats har gruppen övervägt om den ska föreslå en generell tillämpning av proportionalitetsprincipen d.v.s. att den inte endast skall äga giltighet i samband med erbjudanden om övertaganden. Många av de företagspecifika strukturer (aktier med olika röstvärden, aktier med olika nominella värden, rösträttsbegränsningar etc.) som granskats är enligt gruppen ”pre bid structures” som mer allmänt har den effekten att de koncentrerar kontrollrättigheter till minoritetsaktieägare. Gruppen menar att man i och för sig kan tycka att det skulle vara mest konsekvent att föreslå en tillämpning av principen även utanför övertagandekontexten, men avstår av olika skäl ändå från detta. För det första skulle det vara nödvändigt att i detalj i granska dessa strukturer och bedöma dem i den speciella kontext de förekommer för att kunna se om och under vilka omständigheter de har ett existensberättigande. Detta skulle, enligt gruppen, ha krävt en omfattande undersökning som inte varit möjlig att utföra på den korta tid den haft till sitt förfogande. För det andra, menar gruppen, är det mycket tveksamt om en sådan undersökning inom överskådlig tid skulle kunna leda till samstämmighet bland medlemsländerna om vilka strukturer som skulle tillåtas få vara kvar. För det tredje, påpekar gruppen, faller en sådan undersökning utanför gruppens uppdrag vad gäller rapporten och synes inte nödvändig om en effektiv lösning i fråga om övertagandekontexten kan uppnås. En generell regel skall enligt gruppen i detta sammanhang ändå införas; noterade bolag skall vara skyldiga att fullt ut avslöja sina kapital- och kontrollstrukturer. Endast om så sker kan marknaden bedöma företag med olika kapital- och kontrollstruktur.⁹²

I samband med ett erbjudande bör man enligt gruppen skilja på två stadier: det första börjar när ett erbjudande offentliggörs och det andra efter det att ett erbjudande har lyckats.⁹³ För att proportionalitetsprincipen skall få genomslagskraft på det första stadiet är det enligt gruppen inte tillräckligt att endast föreskriva att styrelsen skall vara neutral efter att ett bud har offentliggjorts och att försvarsåtgärder endast får vidtas efter bemyndigande av bolagsstämman. Aktier med höga röstvärden kan nämligen i en sådan situation användas för att ge styrelsen ett bemyndigande att försöka förhindra ett övertagande. En tillämpning av proportionalitetsprincipen på detta stadium kräver därför att ett bemyndigande av bolagsstämman till

⁹¹ ibid

⁹² Förslaget s. 23ff

⁹³ Förslaget s. 26

styrelsen att vidta försvarsåtgärder endast är giltigt om det gjorts av en majoritet av rösterna utövade av innehavarna av den proportionella majoriteten av bolagets riskbärande kapital. Enklare uttryckt skall man alltså vid ett sådant beslut bortse från att aktier har olika röstvärden och istället tillämpa principen ”en aktie en röst”.⁹⁴

För att proportionalitetsprincipen skall få genomslagskraft även under det andra stadiet, d.v.s. efter ett framgångsrikt övertagande, föreslår gruppen införandet av en genombrottsregel (break through rule). Med detta menas att en köpare som har förvärvat en substantiell del av det riskbärande kapitalet ett bolag skall ha möjlighet att ”bryta igenom” sådana mekanismer som kan hindra utövat av proportionell kontroll. Gruppen föreslår att denna genombrottsregel skall kunna åberopas av den som efter ett förvärv uppnått 75 procent av det riskbärande kapitalet. Regeln innebär att förvärvaren på bolagstämman skall erhålla en mot sin kapitalandel proportionell andel av rösterna, vilket innebär att de bestämmelser i bolagsordningen som avviker från proportionalitetsprincipen, rösträttsbegränsningar, aktier med höga röstvärden etc. skall bortses ifrån (allmänna minoritetsskyddsregler måste dock iakttagas av förvärvaren). Han skall vidare ha rätten att utöva de grundläggande kontrollrättigheter bolagsrätten tillerkänner en majoritetsaktieägare såsom att utse och avsätta styrelsemedlemmar, utforma och ändra bolagsordningen och bestämma hur bolaget skall styras.⁹⁵

Gruppen anser inte att det ur ett bolagsrättsligt perspektiv är berättigat att skilja mellan bolag där speciella kontrollrättigheter innehas av privatpersoner och företag och bolag där dessa innehas av stater. Genombrottsregeln skall därför även tillämpas på s.k. gyllene aktier.⁹⁶

Gruppen har också övervägt om de aktieägare som innehar aktier med oproportionellt röstvärde eller andra kontrollrättigheter skall få någon kompensation för förlusten av dessa rättigheter genom tillämpningen av genombrottsregeln. Enligt gruppen skall den övertagande köparen i vart fall inte vara skyldig att utge någon sådan kompensation. Vidare framhålls att förlusten av dessa rättigheter skulle vara resultatet av ett politiskt val (choice of public policy) gjort av EU och medlemsstaterna för att skapa ett ”level playing field” inom EU. Gruppen tillstår att det kan finnas exceptionella fall där ersättning för förlusten är befogad och där den berörde ägaren påvisar en specifik skada. Av denna anledning bör det enligt gruppen närmare undersökas huruvida en värderingsprocedur (appraisal procedure) skall föreskrivas för dessa fall.⁹⁷

⁹⁴ Förslaget. s. 27f

⁹⁵ Förslaget s. 29ff

⁹⁶ Vissa medlemstater innehar, i bolag verksamma i vissa ekonomiska sektorer, aktier som ger en vetorätt i fråga om ändringar av bolagsordningen. Sådana aktier brukar benämnas gyllene aktier (golden shares).

⁹⁷ Förslaget s. 35

Slutligen behandlar gruppen andra typer av företagsspecifika hinder mot övertaganden såsom överlåtelsebegränsningar, pyramidstrukturer och korsvist ägande. Dessa konstruktioner bör enligt gruppen hållas utanför genombrottsregelns räckvidd, framför allt eftersom den synes vara ett inadekvat sätt att hantera dem. Gruppen är dock noga med att poängtera att också dessa mekanismer utgör hinder mot övertaganden och efterlyser därför närmare undersökningar av hur de bäst kan hanteras.⁹⁸

6.3 Påverkan på svenskt näringsliv

Om expertgruppens förslag blir verklighet skulle det otvivelaktigt få stora återverkningar på svenskt näringsliv; som tidigare nämnts förekommer aktier med olika röstvärden i 55 procent av de svenska aktiemarknadsbolagen. I farozonen ligger stora företag som Ericson, Electrolux och Trelleborg 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. Det är dock viktigt att poängtera att röstvärdesdifferenserna endast kommer att tillintetgöras i uppköpssituationer. Så länge ett företag inte blir föremål för ett övertagande kan det alltså fortsätta att tillämpa röstvärdesdifferentiering. Således är det endast de bolag som riskerar att bli uppköpta som berörs av förslaget. I och för sig kan väl alla företag sägas löpa en sådan risk, i vart fall i det långa loppet, men likväl är vissa företag mer sårbara än andra. Fientliga bud på så pass stora företag som Electrolux och kanske framför allt Ericsson, är exempelvis mycket ovanliga, varför förslaget kanske inte utgör något akut ”hot” mot dessa företag.

Även om förslaget bara är tänkt att gälla vid uppköpssituationer skall dess betydelse emellertid inte underskattas. Ett i tidigare offentliga utredningar åberopat starkt motiv för att behålla röstvärdesdifferentiering har varit just dess betydelse som hinder för en utförsäljning av svenska företag, något som förslaget slår rakt emot. I den debatt som uppstått i Sverige efter offentliggörandet av förslaget har detta argument, även från regeringshåll, återigen åberopats för ett behållande av röstvärdesdifferentiering. Argumentet är uppenbart av protektionistisk natur och man kan fråga sig om det verkligen står i samklang med idén om den gemensamma europeiska marknaden och Sveriges internationaliseringssträvanden.⁹⁹

6.4 Ersättningsproblematiken

Den del av förslaget som har varit föremål för hårdast kritik är expertgruppens överväganden i frågan om eventuell kompensation till A-aktieägarna (eller ägare med andra former av kontrollrättigheter) för den förlust de åsamkas p.g.a. reformen. Ett avskaffande av röstvärdesdifferenser

⁹⁸ Förslaget s. 36ff

⁹⁹ Argumentet analyseras mer ingående i kap 7

får ju den konsekvensen att inflytande i bolaget omfördelas från A-aktieägare till B-aktieägare. I den mån inflytande också har ett ekonomiskt värde sker på samma gång en förmögenhetsomfördelning i samma riktning. Förslaget kan också sägas utgöra en form av retroaktiv lagstiftning av expropriationskaraktär. A-aktieägare har en gång köpt sina aktier i förvisningen om att de har ett högre röstvärde och sannolikt betalat en extra premie för detta. Genom förslaget tas de rättigheter han förvärvat genom ett giltigt avtal, retroaktivt ifrån honom. Det kan således sägas vara ett ingrepp i

äganderätten. Ett skydd för äganderätten återfinns i RF 2:18, men även i artikel 1 i det första tilläggsprotokollet till Europakonventionen om de mänskliga rättigheterna som numera är en del av svensk rätt. Huruvida förslagets bestämmelser om röstvärdedifferenser verkligen skulle bedömas såsom stridande mot Europakonventionen av en nationell domstol eller i sista hand Europadomstolen är svårbedömt, och någon mer ingående analys av denna fråga faller utanför ramen för denna uppsats. Allmänt kan sägas att det faktum att ersättning för ingreppet utgår eller inte utgår naturligtvis spelar en stor roll vid bedömningen.¹⁰⁰

Med tanke på frågans betydelse är det högst anmärkningsvärt hur lite utrymme expertgruppen ägnar denna problematik. Resonemangen är enligt min mening bristfälliga och dessutom undermåliga. Europakonventionen nämns överhuvudtaget inte och gruppens försök att rättfärdiga att ersättning inte skall utgå till de aktieägare som drabbas av förslaget är utan substans. Gruppen hänvisar 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". Denna slutsats torde inte gå att ifrågasätta då den är tämligen självklar; All lagstiftning är resultatet av ett politiskt val. För gruppen synes emellertid blott detta faktum, att ett avskaffande av röstvärdedifferenserna är resultatet av ett politiskt val, vara motiv nog för att ersättning inte skall utgå till aktieägarna. Med detta synsätt skulle det i princip vara omöjligt att förklara någon lagstiftning som stridande mot äganderätten som garanteras i Europakonventionen och den sistnämnda sålunda vara helt verkningslös. Poängen med att ha ett rättighetsskydd är att förhindra att sådana politiska beslut som i alltför hög grad kränker en individs intresse genomförs. Detta förutsätter ofta att en avvägning mellan individuella och allmänna intressen görs, men vissa individuella rättigheter är absoluta i den meningen att ingen avvägning får ske - individens intresse går alltid först.

Expertgruppen ger sig överhuvudtaget aldrig in i denna diskussion, d.v.s. individens rätt gentemot det allmänna, vilket är ytterst beklagligt och dessutom problematiskt. Möjligheten finns ju att direktivet, i efterhand, av domstol bedöms som stridande mot Europakonventionen. Visserligen menar expertgruppen att ersättning för förlust av kontrollrättigheter skall kunna utgå i exceptionella fall men är samtidigt mycket svävande om

¹⁰⁰ Se Åhman s. 386ff

förutsättningarna för denna ersättning. Den klara huvudregeln är emellertid att ingen ersättning skall utgå.

Ersättningsfrågan är överhuvudtaget mycket problematisk i samband med ett avskaffande av existerande röstvärdesdifferenser och förtjänar ytterligare några kommentarer. Även om man skulle komma fram till att kompensation skall utgå till de aktieägare som förlorar på ett avskaffande av röstvärdesdifferenser, återstår nämligen den svåra frågan om hur denna ersättning skall vara utformad. Dels måste man ta ställning till vem som skall utge ersättningen, dels hur storleken på den skall beräknas. Vad gäller den förstnämnda frågan finns i princip två möjliga alternativ. Det första innebär att de aktieägare (B-aktieägarna) som vinner på reformen genom ett ökat inflytande åläggs en ersättningsskyldighet.

Visst kan det tyckas rimligt att den som vinner på en reform skall åläggas att utge en ersättning för detta. Å andra sidan har kanske vissa B-aktieägare inte alls haft något intresse av ett ökat inflytande, då de enbart ser sitt aktieinnehav som en förmögenhetsplacering. I direktivförslaget är expertgruppen tydlig med att någon ersättningsskyldighet i vart fall inte skall åvila förvärvaren, vilket ligger helt i linje med strävan att förenkla övertaganden i så stor utsträckning som möjligt. Vem som skall svara för ersättningen berörs emellertid inte av gruppen.

Det andra alternativet är att staten åläggs en kompensationskyldighet. Det torde vara detta alternativ som expertgruppen haft i åtanke eftersom någon annan möjlighet knappast existerar då förvärvaren är undantagen. För att låta staten stå för ersättningen talar det faktum att det är den som genomdrivit reformen och mot det att staten själv inte gör någon direkt vinst.

Att på ett rimligt sätt bestämma ersättningsnivån för de förlorande aktieägarna är också förenat med stora svårigheter. Ett alternativ är att helt enkelt ge A-aktieägarna mellanskillnaden i börskursen på bolagets A-aktie och dess B-aktie. Ett problem med denna lösning är att börskursen på A-aktien inte alltid är ett rättvist mått på dess värde, då omsättningen av A-aktier ofta är mycket liten. Ett annat problem är att avskaffandet av röstvärdesdifferenser i många fall kommer att leda till att en A-aktieägare förlorar en kontrollpost i ett företag. Då kontroll normalt sett har ett värde i sig (vid köp av kontrollposter betalas nästan alltid en icke obetydlig premie för just kontrollen), förefaller det orimligt att endast kompensera en kontrollpostinnehavare med summan av börskursen på de enskilda aktierna i kontrollposten. Men vad är då en rimlig premie för kontrollen? Frågan är så gott som omöjlig att besvara. Något riktvärde finns oftast inte att förlita sig på, då kontrollposten i många företag aldrig är till salu. Hur man än försöker uppskatta ett rimligt värde kommer det vara behäftat med ett stort mått av godtycke.

Det enda sättet att vad gäller inflytande sätta tidigare A-aktieägare i exakt samma position som före ett avskaffande är att helt enkelt ge dessa så många

aktier av det då enda aktieslaget att de uppnår samma röstinflytande som tidigare. Deras andel av aktiekapitalet och därmed del i bolagets förmögenhet skulle därigenom öka högst väsentligt. Det synes mig vara att betrakta som en överkompensation av stora mått och bör därför inte komma ifråga.

Av det sagda framgår att det egentligen inte finns något helt tillfredsställande sätt att bestämma nivån på ersättningen. Icke desto mindre bör enligt mig någon form av ersättning utgå oavsett om detta är ett krav för att uppnå förenlighet med Europakonventionen. Det förefaller mig stötande att utan kompensation frånta en aktieägare en väsentlig del av de rättigheter som är förknippade med hans aktie och som han en gång rätteligen förvärvat.

6.5 Utsikterna för förslaget

Expertgruppens förslag behandlas i skrivande stund av kommissionen som väntas lägga fram ett förslag till direktiv i slutet av maj 2002. Frågan är om kommissionen kommer att gå på expertgruppens linje vad gäller systemet med rösträttsgraderade aktier. Flera länder som har aktier med olika röstvärden är skeptiska till förslaget i denna del.¹⁰¹ Den svenska regeringen, som bestämt avvisar tanken på ett avskaffande av röstvärdesdifferentiering, har bl.a. skickat ned justitieminister Thomas Bodström till Bryssel för att förmä kommissionen att behålla det nuvarande systemet.¹⁰² De andra länderna som protesterat är Danmark, Finland och Frankrike. Då kommissionen är väl medveten om att det är nödvändigt att lägga fram ett förslag som är väl förankrat hos de olika medlemsländerna, talar mycket för att kommissionens förslag inte kommer att innehålla någon ändring av systemet med röstvärdesdifferentiering. Ett uttalande av kommissionär Frits Bolkestein i en intervju nyligen talar också i den riktningen. Bolkestein betonade dock samtidigt att det idealiska vore ”en aktie en röst” och att detta också är kommissionens långsiktiga mål.¹⁰³ Sverige kommer således förmodligen att tills vidare få behålla systemet med röstvärdesdifferentiering men på längre sikt är läget mer osäkert. Mycket beror på hur de andra EU-länderna i framtiden kommer att ställa sig. Ett beslut i denna fråga kan nämligen fattas med kvalificerad majoritet i ministerrådet.

¹⁰¹ Veckans affärer nr 6, 4 feb 2002

¹⁰² Sydsvenska Dagbladet 21 feb 2002

¹⁰³ Sydsvenska Dagbladet 5 mars 2002: ”EU ger inte upp tanken en aktie en röst”

7 En analys av argumenten för och emot röstvärdesdifferentiering

I det tidigare har de flesta av de argument som anförts i debatten för och emot röstvärdesdifferentiering framskyttat. I detta kapitel är det min avsikt att granska argumenten närmare och analysera vilken bärkraft de egentligen har. Flera av argumenten anförts både för och emot röstvärdesdifferentiering, beroende på de mål som eftersträvas. Detta gäller framför allt röstvärdesdifferentieringens funktion som skydd mot utländskt ägande och systemets tendens att skapa en aktiv och stabil ägarfunktion. Jag har valt att behandla dessa båda argument i kapitlet om röstvärdesdifferentieringens fördelar. Detta utgör dock inget ställningstagande från min sida, och de kunde lika gärna ha behandlats i kapitlet som upptar argumenten mot röstvärdesdifferentiering. Klart är dock att argumentens starka och svaga sidor lämpligen analyseras i ett sammanhang, varför de endast behandlas i ett av kapitlen. Jag kommer således att i kapitlet för röstvärdesdifferentiering även peka på vad som gör att dessa argument kan anföras mot systemet. Det skall slutligen tilläggas att min analys tar sin utgångspunkt i de specifikt svenska förhållandena.

7.1 Argumenten för röstvärdesdifferentiering

7.1.1 Skydd mot utländskt ägande

Såsom tidigare nämnts fanns i svensk rätt ända fram till 1992 ett kontrollsystem som innebar vissa restriktioner i utländska medborgares rätt att förvärva aktier i svenska aktiebolag (se ovan kap. 2.2.1.). I samtliga förarbeten och offentliga utredningar före denna tidpunkt, vari frågan om röstvärdesdifferentiering behandlades, anfördes detta kontrollsystem beträffande utländskt inflytande som ett viktigt argument för att tillåta röstvärdesdifferentiering. Genom att ge ut aktier med olika röstvärden var det nämligen möjligt för ett bolag att få in mer utländskt kapital än vad som annars skulle vara möjligt enligt kontrollagstiftningen.¹⁰⁴

När kontrollagstiftningen avskaffades som ett led i Sveriges EU-anpassning, miste därmed också detta tidigare frekvent återopade argument för röstvärdesdifferentiering sin relevans. Det tankesätt som låg bakom kontrollagstiftningen, att det svenska näringslivet måste skyddas mot utländskt inflytande, tycks emellertid ha överlevt. Numera är det dock själva

¹⁰⁴ Det maximalt tillåtna utländska ägandet var 40 procent av kapitalet och 20 procent av röstetalet.

röstvärdesdifferentieringen som anförs som en viktig skyddsmekanism i detta sammanhang. Tankegången bakom detta resonemang är att de som idag innehar A-aktier i stora svenska aktiebolag i huvudsak är svenska fysiska, men kanske främst juridiska personer, som inte enbart ser sitt innehav som en förmögenhetsplacering, utan är intresserade av ägarrollen i sig, s.k. maktbolag.¹⁰⁵ Deras A-aktier är därför i princip inte till salu och då de ofta genom A-aktieinnehavet besitter röstmajoriteten i bolagen förhindras på detta sätt utländska uppköp av svenska företag. Anledningen till att det anses viktigt att de svenska företagen behålls i svensk ägo synes bottna i en övertygelse att svenska ägare är mer lojala mot Sveriges intressen. Med utländska ägare anses risken stor att företagen flyttar utomlands, med stora negativa konsekvenser för den svenska ekonomin som följd.

Detta argument för röstvärdesdifferentiering är av starkt protektionistisk natur och det är enligt min mening anmärkningsvärt att till och med statsminister Göran Persson officiellt lyfter fram det¹⁰⁶, med tanke på EU:s förbud mot nationell diskriminering. Dessutom är ju ett av unionens viktigaste mål en integrerad europeisk marknad där kapitalet fritt kan flyta mellan gränserna. Att åstadkomma just detta är ju för övrigt det övergripande syftet med det i det tidigare redovisade trettonde bolagsdirektivet.

7.1.2 Expansionsbefrämjande

En stor fördel med systemet med röstvärdesdifferentiering har ansetts vara att det befrämjar expansion hos små och medelstora företag. Genom utgivandet av röstsvaga aktier kan externt riskkapital tillföras företagen utan att den ursprungliga ägarens kontroll förloras. Många små och medelstora företag, främst de familjeägda, kännetecknas av att det finns en stark koppling mellan företaget och ägarens person.¹⁰⁷ Ett sådant företag är ofta beroende av ägarens entreprenörsanda. Ägaren ser företaget som sitt livsverk och för honom är inte sällan den fortsatta kontrollen över företaget den viktigaste faktorn. Om en fortsatt expansion genom en nyemission skulle leda till att han förlorar kontrollen över företaget finns risken att han avstår från denna till skada inte bara för företaget, utan också för samhällsekonomin i stort. Mot detta kan man invända att i ett väl skött företag har den ursprungliga ägaren de nya aktieägarnas förtroende och behöver inte någon röstmajoritet för att trygga sin ställning. Är företaget däremot illa skött medför grundarens röstmajoritet istället en fara för företaget och övriga aktieägare. Att problemet alltid skulle lösa sig på detta enkla sätt är dock, enligt min mening, önsketänkande. Grundarens situation är i ett sådant läge väsentligt mer otrygg än om han innehar röstmajoriteten och många nog så duktiga grundare skulle ändå kunna tänkas vilja avstå från

¹⁰⁵ Investor, som kontrolleras av Wallenbergfären, torde vara det bästa exemplet.

¹⁰⁶ Se Sydsvenska Dagbladet 5 mars 2002 "Göran Persson varnar för följderna"

¹⁰⁷ SOU 1986:142 s. 118

en fortsatt expansion. Genom röstvärdesdifferentiering slipper grundaren att göra det svåra valet mellan fortsatt expansion och bibehållen kontroll.

7.1.3 En aktiv och stabil ägarfunktion

Det argument för röstvärdesdifferentiering som starkast betonats i de senaste utredningarna på området är att systemet möjliggör en stark och stabil ägarfunktion även i mycket stora företag.¹⁰⁸ Genom stabila och aktiva ägare anses förutsättningar för en effektiv drift samt en långsiktig planering av företagets verksamhet skapas.¹⁰⁹ Motståndarna till röstvärdesdifferentiering har å sin sida påtalat att systemet förhindrar nödvändiga förändringar i ägarkretsen och således leder till att utvecklingen i företagen stagnerar.¹¹⁰

En av röstvärdesdifferentieringens fördelar anses således vara att den stimulerar ett aktivt ägande, men vad är egentligen grunden till att ett aktivt ägande anses viktigt för ett företag? Svaret står främst att finna i den intressekonflikt som i ett aktiebolag ofta finns mellan aktieägarna och ledningen. Genom aktiva aktieägare som övervakar företagsledningen på ett tillfredsställande sätt tillses att denna agerar utifrån bolagets intresse och inte sätter sitt egenintresse främst.

Anledningen till att röstvärdesdifferentiering anses bidra till ett ökat aktivt ägande synes vara ett antagande om att de inte alltför många som förvärvar A-aktier, i regel är de som är beredda ta på sig ett ägaransvar och som också besitter den nödvändiga kompetensen. 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.¹¹¹

I ljuset av de nyligen avslöjade pensionsavtalen för de före detta ABB-cheferna Percy Barnevik och Göran Lindahl har det emellertid i debatten starkt ifrågasatts om stora svenska A-aktieägare såsom Wallenbergs- och Handelsbankssfären verkligen klarar av att uppfylla sitt övervakningsansvar över bolagsstyrelser. Systemet med röstvärdesdifferenser som sådant har i detta sammanhang också givits skulden för att ha bidragit till de starkt ifrågasatta pensionsavtalen.¹¹² Ett slutsats som kan dras är att övervakningen av styrelsen, i syfte att tillse att bolagets bästa alltid sätts i första rummet, tenderar att fungera sämre när den dominerande aktieägaren är alltför nära

¹⁰⁸ Se SOU 1995:44 s. 181ff och prop. 1997/98:99 s. 120

¹⁰⁹ ibid

¹¹⁰ Se SOU 1986:23 s. 115

¹¹¹ SOU 1986:23 s. 131

¹¹² Se Sydsvenska Dagbladet 21 februari 2002

lierad med styrelsen. Risken finns då att styrelsen av den dominerande aktieägaren gynnas på övriga aktieägares bekostnad.¹¹³

Som ytterligare en fördel med röstvärdesdifferentiering har angivits att den leder till en ökad stabilitet i företagets ledning. Detta argument berördes redan under förarbetena till 1944 års aktiebolag.¹¹⁴ Med stabilitet anses också följa långsiktighet. 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 kortsynta engagemang.¹¹⁵ Stabilitet i ledningen kan emellertid i många fall också tänkas leda till stagnation, varför argumentet har vissa brister. Såsom Roos skriver: ” Man kan knappast med framgång hävda att en förändring i företagstoppen generellt är till skada för ett företag... Eftersom man icke på förhand kan fastställa innebörden av en eventuell förändring kan man icke anföra själva risken för en växling vid makten som ett meningsfullt argument”

7.1.4 Alternativa kontrollmekanismer

Såsom påpekades i kapitel 4 finns det andra sätt för en aktieägare att uppnå ett större inflytande än vad som motsvaras av kapitalinsatsen, än röstvärdesdifferentiering. Detta faktum åberopas inte sällan som ett argument för att behålla aktier med olika röstvärden. Om röstvärdesdifferentiering förbjuds kommer, enligt detta argument, förekomsten av konsortialavtal, pyramidbyggande, korsvist ägande och andra dylika konstruktioner att öka. Jämfört med dessa företeelser anser man röstvärdesdifferentiering vara att föredra eftersom detta system är betydligt mer genomskinligt.¹¹⁶

Denna invändning mot ett avskaffande av röstvärdesdifferentiering har enligt min mening fog för sig och om man verkligen vill slopa röstvärdesdifferentieringen bör man noggrant utreda hur man ska behandla dessa konstruktioner. Det torde av olika skäl vara svårt att förbjuda dem, men man bör i vart fall se till att marknaden hålls informerade om förekomsten av dem.

Å andra sidan måste man komma ihåg att konsortialavtal och andra dylika avtalskonstruktioner ofta är temporära och att även korsvist ägande kan lösas upp. Införda röstvärdesdifferenser består däremot i regel under bolagets livstid. Om alla aktier har lika röstvärde finns en grundläggande förutsättning för att de skall ge samma inflytande och denna förutsättning torde ofta slå igenom på sikt.

¹¹³ Jag återkommer till denna fråga då jag i kapitel 7.2. behandlar den ökade risken för missbruk i samband med röstvärdesdifferentiering

¹¹⁴ Se SOU 1941:9 s. 500

¹¹⁵ Affärsvärlden nr 8 21 februari 2001

¹¹⁶ Dagens Industri 23 mars 2002

7.2 Argumenten mot röstvärdesdifferentiering

7.2.1 Aktieägardemokrati

I debatten om röstvärdesdifferentiering händer det ibland att man stöter på argument som går ut på att systemet skulle vara odemokratiskt. Sådana argument får anses vara tämligen ovidkommande eftersom några demokratiska aspekter inte kan läggas på affärsmässiga bedömningar av detta slag. Den demokratiska principen ”en man en röst” gäller nämligen inte heller när varje aktie har lika röstvärde, eftersom den som äger fler aktier får större inflytande än den som äger färre aktier. Det är fråga om likhet för kapitalet och inte för de enskilda aktieägarna.

7.2.2 Risken för missbruk

Det tyngst vägande argumentet mot att tillåta röstvärdesdifferentiering torde vara den risk som finns för att innehavaren av de röststarka aktierna skall låta sina beslut rörande företags verksamhet influeras av andra intressen än bästa möjliga avkastning, till nackdel för övriga aktieägare. Genom att de stora A-aktieägarna inte bär en risk som motsvarar deras makt, blir deras ekonomiska incitament att maximera vinsten för aktieägarna inte lika starkt som om kostnaderna för deras beslut i företaget fullt ut burits av dem själva. En kontrollaktieägare med ett stort innehav A-aktier kan, menar man, utnyttja detta faktum och fatta olika typer av beslut som är gynnsamma för honom själv men som sänker aktiernas värde. Till exempel kan kontrollaktieägaren utnyttja sin företagsledande ställning till transferprissättning på gynnsamma villkor för ett annat företag som han äger.¹¹⁷ En annan möjlighet är att han utnyttjar sin stora röstandel till att blockera en budgivare trots att denne erbjuder sig att betala en premie över börskursen. Ytterligare ett exempel, vilket berördes i kapitel 7.1, är att kontrollaktieägaren beviljar närstående styrelseledamöter oskäligt höga arvoden.

Man kan mot detta resonemang invända att övriga aktieägare är skyddade mot denna typ av beteenden genom att de beslut som strider mot vinstsyftet också strider mot ABL och därmed kan ogiltigförklaras. Därtill finns ju i detta sammanhang även de båda generalklausulerna i 8 kap. 34 § och 9 kap. 37 § ABL, som anses ge uttryck för den aktiebolagsrättsliga likabehandlingsprincipen, att tillgå. I dessa bestämmelser föreskrivs att varken styrelsen eller bolagsstämman får fatta ett beslut eller företa en rättshandling som kan ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. Å andra sidan måste det beaktas att såväl vinstmaximeringskriteriet och likabehandlingsprincipen är tämligen vaga i sin utformning och ofta ger

¹¹⁷ Bergström och Rydqvist s. 585

upphov till stora tolkningssvårigheter. Det kan därför vara förenat med betydande svårigheter att med dessa regler få ett beslut eller en rättshandling ogiltigförklarad. Det skall också tilläggas att det inte är möjligt att med stöd av dessa principer tvinga en kontrollaktieägare att sälja sitt aktieinnehav vid ett förmånligt övertagandebud. För att kunna upptäcka tveksamma transaktioner krävs det dessutom att aktieägarna hela tiden håller bolaget under noggrann uppsikt och dessutom erhåller nödvändig information, vilket förutsätter en stor öppenhet i bolaget. Mot bakgrund av ovanstående resonemang kan det hävdas att aktiebolagslagens bestämmelser i sig inte utgör ett fullgott skydd mot den ökade risk för missbruk som uppkommer i samband med röstvärdesdifferentiering.

Ett annat resonemang tar sin utgångspunkt i marknadens förmåga att hantera risker genom prissättning. En utvecklad kapitalmarknad kan enligt denna uppfattning bedöma aktiers olika egenskaper, däribland deras röstvärde och tar hänsyn till detta vid prissättningen av aktierna. I ett företag där det bedöms finnas en risk för att den kontrollerande A-aktieägaren skall exploatera minoriteten, kommer därför B-aktierna betinga ett lägre pris på marknaden. Aktiebolagskommittén ansluter sig till detta synsätt i SOU 1995:44.

Resonemanget kan tyckas bestickande men det bör påpekas att det alltså förutsätter en väl fungerande och effektiv kapitalmarknad. I annat fall finns risken att marknaden missbedömer risken för exploatering.¹¹⁸ En effektiv marknad förutsätter att marknaden får tillgång till fullständig information och man kan, inte minst med tanke på de senaste månadernas debatt om olika styrelseledamöternas pensionsavtal, fråga sig om detta alltid sker.

Slutligen vill jag i detta sammanhang återknyta till det resonemang jag förde i kapitel 5.4. om diskrepans mellan inflytande och risk. Jag påpekade där att principen om att risk i ett aktiebolag alltid skall vara åtföljt av inflytande redan idag är kraftigt urholkad eftersom optioner och dylika finansiella instrument vilka inte medger någon rösträtt, trots ett betydande risktagande, är tillåtna. Man kan av denna anledning fråga sig varför principen om proportionalitet mellan risk och inflytande måste upprätthållas just vad gäller aktier.

7.2.3 Hinder mot företagsförvärv

Ett annat framfört argument mot systemet med röstvärdesdifferenser är att det tenderar att motverka företagsöverlåtelser. Såsom berördes i kapitel 6 är detta argument det huvudsakliga motivet till det förslag kommissionens expertgrupp lagt fram. Anledningen till att röstvärdesdifferenser anses minska antalet företagsöverlåtelser är att A-aktieägare i regel inte är lika benägna att sälja sina aktier som B-aktieägare. En förutsättning för argumentets giltighet är att man ser företagsöverlåtelser som något i grunden

¹¹⁸ Bergström och Rydqvist s. 586

positivt, som därför bör underlättas. Denna inställning är dock inte självklar. Visserligen kan företagsförvärv bidra till att synergieffekter uppnås och att dåligt presterande ledningar byts ut. Men förvärv kan likaväl försämra effektiviteten i ett bolag eftersom det inte finns någon garanti för att förvärvaren förmår sköta företaget på ett bättre sätt än överlåtaren. Dessutom kan en del förvärv leda till försämrad konkurrens på marknaden.

Huruvida företagsöverlåtelser bör underlättas eller inte är emellertid en fråga av mycket komplex natur som i sig motiverar en omfattande analys. En sådan analys faller utanför ramen för denna uppsats.

7.2.4 Försämring av den svenska marknadens attraktionskraft

Mot bakgrund av att röstvärdesdifferentiering är mindre vanligt utomlands har det rests farhågor om att de svenska röstvärdesreglerna kan verka hämmande på utländska placerares vilja att investera i svenska företag. Departementschefen bemötte argumentet i 1997 års proposition om aktiebolagets organisation och uttalade att det ditintills inte framkommit något som tydde på att röstvärdeskillnader medfört sådana negativa effekter. 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 var utbrett.¹¹⁹

Det torde icke desto mindre finnas en större skepsis mot röstvärdesdifferenser i utlandet än i Sverige och det kan inte uteslutas att vissa utländska placerare väljer att inte investera kapital i Sverige om de inte får ett proportionerligt inflytande. Ett exempel på ett svenskt företag som självmant minskat röstvärdesdifferenserna efter påtryckningar från utländska ägare är Electrolux. Företagets B-aktier hade tidigare 1/1000 röst. Dessa aktier var noterade vid ett antal utländska marknadsplatser där toleransen mot röstvärdeskillnader var lägre än i Sverige. Eftersom den stora differensen uppfattades som något negativt av investerarna valde bolaget att göra en bolagsordningsändring som förde röstvärdena i linje med de gränser som numera tillåts i ABL, nämligen 1:10.¹²⁰

7.3 Avslutande kommentar

Sammanfattningsvis kan sägas att systemet med röstvärdesdifferenser i vissa avseenden innebär klara fördelar, såsom att det kan befrämja expansion av små- och medelstora företag och bidra till ett aktivt ägande. Systemet är emellertid också behäftat med vissa nackdelar, då det kan motverka förnyelse och även leda till ett ökat missbruk av bolagets medel. För egen del anser jag fördelarna överväga nackdelarna och jag ställer mig således avvisande till att införa ett förbud mot röstvärdesdifferenser.

¹¹⁹ Prop. 1997/98:99 s. 120

¹²⁰ Bergström och Samuelsson s. 174

Röstvärdesdifferentieringen har visserligen en negativ effekt när innehavarna av de röststarka aktierna inte är kompetenta och ansvarsfulla ägare, men enligt min mening har marknaden själv förmågan att hantera dessa situationer. När investerarna uppfattar röstvärdesdifferentieringen som något negativt för företaget kommer detta att påverka deras vilja att investera i det. I ett sådant läge blir det till slut, av överlevnadsskäl, nödvändigt för företaget och dess röststarka aktieägare att tillgodose marknads krav, genom att självmant avskaffa röstvärdesdifferentieringen eller i vart fall begränsa den. Detta är också just vad som inträffat i flera stora svenska bolag, såsom Electrolux och ABB, under de senaste åren. Det är inte heller otänkbart att samma sak kommer att ske i Ericsson i samband med företagets förestående nyemission.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Sverige:

SOU 1941:9 ”Lagrådets utlåtande över lagberedningens förslag till aktiebolag m.m.”

SOU 1942:47 ”Lagberedningens förslag till aktiebolagslag m.m.”

SOU 1964:2 ”Indexlån”

SOU 1971:15 ”Förslag till aktiebolagslag m.m.”

SOU 1972:63 ”Näringslivets försörjning med riskkapital från allmänna pensionsfonden

SOU 1981:78 ”Löntagarna och kapitaltillväxten - röstvärdesdifferenser i svenska börsbolag”

SOU 1986:23 ”Aktiers röstvärde”

SOU 1988:38 ”Ägande och inflytande i svenskt näringsliv”

SOU 1992:13 ”Bundna aktier”

SOU 1995:44 ”Aktiebolagets organisation”

SOU 1997:22 ”Aktiebolagets kapital”

SOU 2001:1 ”Ny aktiebolagslag”

Prop. 1975:103 ”Aktiebolagslag m.m.” (Del A och B.)

Prop. 1997/98:99 ”Aktiebolagets organisation”

Dir. 1984:7 ”Röstvärdet för aktier”

Dir. 1985:22 ”Ägar- och inflytandefrågor i svenskt näringsliv”

Dir. 1990:46 ”Översyn av aktiebolagslagen”

Norge:

NOU:1996:3 ”Ny aksjelovgivning”

Litteratur

Bergström, Clas, Samuelsson, Per: "Aktiebolagets grundproblem", andra upplagan, Göteborg 2001

Borgström, Clas: "Om konvertibla obligationer och andra finansieringsformer-några aktiebolagsrättsliga synpunkter", Stockholm 1970

Ericsson, Martin: "Konvertibla vinstandelsbevis och den aktiebolagsrättsliga gränstragningen mellan låneförhållande och delägarskap", Stockholm 1988

Mattson, Nils: "Aktiebolagens finansieringsformer", Lund 1977

Nial, Håkan, Johansson, Svante: "Svensk associationsrätt i huvuddrag", sjätte upplagan, Stockholm 1995

Rohde, Knut, Skog, Rolf: "Aktiebolagsrätt", nittonde upplagan, Stockholm 2000

Roos, Carl Martin: "Avtal och rösträtt", Uppsala 1969

Sundin, Anneli, Sundqvist, Sven-Ivan: "Ägarna och makten i Sveriges börsföretag", Stockholm 2002

Åhman, Karin: "Egendomsskyddet: äganderätten enligt artikel 1 första tilläggsprotokollet till den Europeiska konventionen om de mänskliga fri- och rättigheterna", Uppsala 2000

Vetenskapliga artiklar

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

Jakhelln, Henning: "Ansvarlig lånekapital", Tidsskrift for Rettsvitenskap 1967 s. 427-456

Artiklar i dags- och veckopress

Affärsvärlden, nr 8, 21 februari 2002: "Sista striden det är"

Dagens Industri 23 mars 2002: "Sverige behöver A- och B-aktier"

Sydsvenska Dagbladet 21 februari 2002: "Regeringen räddar makten åt Wallenberg"

Sydsvenska Dagbladet 4 mars 2002: "EU godkänner graderad rösträtt"

Sydsvenska Dagbladet 5 mars 2002: ”EU ger inte upp tanken en aktie en röst” och ”Persson varnar för följderna”

Veckans affärer, nr 6, 4 februari 2002: ”Wallenbergarna i gungning”

Rättsfall

NJA 1935 s. 270

Övrigt

Report of The High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brussels 10 January

