



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Joel Wennerholm

Värdet av en röst

En rättsekonomisk undersökning av röstvärdesdifferentierade aktier

JURM02

Examensarbete på juristprogrammet
30 högskolepoäng

Handledare: David Reidhav

Termin för examen: Period 1 HT 2017

Innehåll

SUMMARY	1
SAMMANFATTNING	3
FÖRKORTNINGAR	5
1 INLEDNING	6
1.1 Bakgrund	6
1.2 Syfte och frågeställningar	7
1.3 Avgränsningar	8
1.4 Metod och material	9
1.5 Forskningsläge	11
1.6 Disposition	12
2 AKTIERS RÖSTVÄRDE I SVENSK RÄTT	13
2.1 Gällande rätt	13
2.2 Tidigare lagstiftning och rättsutveckling	16
2.3 Takeover-direktivet	18
2.4 Röstvärdesskillnader i svenska noterade bolag	21
2.5 Lån enligt 11 kap. 11 § ABL	22
3 KOMPARATIV UTBLICK	25
3.1 Inledning	25
3.2 Anglo-amerikanska rättssystem	26
3.2.1 USA	26
3.2.2 England	27
3.3 Kontinentaleuropeiska rättssystem	28
3.3.1 Frankrike	28
3.3.2 Tyskland	29
3.3.3 Italien	30
3.4 Nordiska rättssystem	31
3.4.1 Danmark	31
3.4.2 Finland	31

3.4.3	Norge	32
3.4.4	Island	32
3.5	Marknadsplatsers regelverk	33
3.5.1	New York Stock Exchange	33
3.5.2	Hong Kong Stock Exchange	33
3.6	Sammanfattning	34
4	RÄTTSEKONOMISK TEORI	37
4.1	Rättsekonomiska grundantaganden	37
4.1.1	Rationalitetsantagandet	37
4.1.2	Ekonomisk effektivitet	38
4.1.3	Reservationspris och kvasiränta	39
4.1.4	Frånvaro av marknadsmisslyckanden	40
4.2	Principal/agentteorin	43
5	ETT SAMHÄLLSEKONOMISKT PERSPEKTIV PÅ RÖSTVÄRDESDIFFERENTIERING	46
5.1	Inledning	46
5.2	Röstvärdesdifferentiering minskar agentkostnaderna	47
5.3	Röstvärdesdifferentiering ökar risken för exploatering	49
5.3.1	Den individuella värderingen av kontroll	49
5.3.2	Risken för exploatering och externaliserade kostnader	50
5.4	Marknadens självreglerande funktion och nyttan av röstvärdesskillnader	54
5.5	En effektiv allokering av rösträtten	58
5.5.1	Teorin om rättighetsknippen	58
5.5.2	Fördelarna med en allokering av rösträtten	59
6	ANALYS OCH SLUTSATSER	62
6.1	Röstvärdesdifferentiering de lege lata	62
6.2	En komparation av svensk rätt	63
6.3	Samhällsekonomiska för- och nackdelar	63
6.4	Röstvärdesdifferentiering de lege ferenda	66
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	70

Summary

Dual-class shares with different voting rights may be used by companies as means for acquiring external financing without shareholders being forced to give up control of the company. Hence, shares with different voting rights may facilitate effective corporate governance and more extensive opportunities for expansion. However, such dual-class shares may be considered to expose smaller shareholders to an excessive and unforeseeable risk of being exploited by the shareholders in control. The aim of this thesis is to investigate the socio-economic effects of regulating the shareholders' right to vote at the Annual General Meeting. The topic of the essay was influenced by the IPO exercised by Snap Inc. in the beginning of 2017, when the company went public by exclusively issuing shares without voting rights, a process which has been met by both criticism and praise. According to Swedish law, companies may not issue shares without voting rights. However, companies registered in Sweden may issue dual-class shares with different voting rights, provided that the difference between the voting rights of the classes does not exceed a ratio of 1:10. Although the ability for Swedish companies to diversify the voting rights is limited, Swedish regulation has been subject to public debate.

In the essay, a comparison of Swedish law is made by studying the means for regulating the possibility to diversify voting rights in Anglo-American, Continental European and Nordic legal systems. The study shows that in both Anglo-American and Nordic legal systems (excluding Sweden), it is possible for companies to issue shares without voting rights. In contrast, differentiation of voting rights is generally prohibited in Continental European legal systems and thus, the Swedish regulation may be considered to share similarities with both groups of legal systems.

The socio-economic study carried out in the essay assumes that there are different conflicts of interest between the stakeholders of the company, which may cause market failures and thus derogations from the conditions of a perfect market. The principal argument for a prohibition of shares with different voting rights is the risk for the minority of shareholders to be exploited by those owning controlling shareholdings in the company. The risk of exploitation is the same as a risk of exposure to externalized costs for decisions made by the controlling shareholder/s. However, the socio-economic analysis carried out shows that the market will consider the risk of exploitation and value the voting shares based on the risk of the investment.

As a consequence of the above, in connection with the possible benefits to stakeholders and the wealth of society which may follow by issuing dual-class shares with different voting rights, a prohibition of shares with different voting rights may not be considered justified. Rather, there may be grounds for expanding the ability of the limited company to diversify the voting rights between the classes and perhaps even to allow the issuance of no voting shares in Sweden.

Sammanfattning

Aktier med olika röstvärde vid bolagsstämman kan användas av aktiebolag i syfte att tillföra kapital utan att aktieägarna tvingas ge upp kontrollen av bolaget. På så vis kan röstvärdesskilda aktier anses möjliggöra för en effektiv bolagsstyrning och för utökade möjligheter till expansion. Förekomsten av röstvärdesskilda aktier kan emellertid även anses utsätta mindre aktieägare för en oförutsebar risk att utnyttjas av kontrollaktieägaren. I uppsatsen undersöks de samhällsekonomiska effekterna av röstvärdesskilda aktier, i syfte att klargöra hur regleringen av rösträtten i aktier bör vara utformad för att generera högsta möjliga grad av samhälleligt välbefinnande. Ämnesvalet föranleddes av att Snap Inc. i början av 2017 börsnoterades på New York Stock Exchange genom en emission utslutande av röstlösa aktier, ett förfarande som har bemötts av såväl kritik som beröm. Enligt svensk rätt är det förbjudet för aktiebolag att ge ut aktier som saknar rösträtt vid bolagsstämman. Däremot är aktier med skilda röstvärden tillåtna under förutsättning att röstvärdet i ett aktieslag inte överstiger tio gånger röstvärdet i ett annat aktieslag. Även om svenska aktiebolags möjligheter att diversifiera aktiernas röstvärden är begränsade har även den svenska regleringen utgjort ämne för rättspolitiska diskussioner.

I uppsatsen genomförs en komparation av svensk rätt genom en undersökning av regleringen av röstvärdesdifferentiering i angloamerikanska, kontinentaleuropeiska och nordiska rättssystem. Undersökningen visar att det i såväl de angloamerikanska som de nordiska rättssystemen, med undantag av Sverige, är möjligt för publika aktiebolag att emittera aktier som helt saknar rösträtt vid bolagsstämman. Motsatsvis gäller ett generellt förbud mot röstvärdesdifferentiering, med vissa undantag, i de kontinentaleuropeiska rättssystemen. Den svenska regleringen kan således anses dela likheter med såväl de angloamerikanska som kontinentaleuropeiska rättssystemen genom ett generellt tillåtande av röstvärdesdifferentiering, men skiljer sig från övriga nordiska rättssystem genom förbudet mot röstlösa aktier.

Grunden i den rättsekonomiska undersökningen som genomförs i uppsatsen är att det förekommer intressekonflikter mellan aktiebolagets intresser som kan ge upphov till marknadsmisslyckanden och således avsteg från en perfekt marknad. Det främsta argumentet för ett förbud mot aktier med skilda röstvärden och en tillämpning av principen om *en aktie – en röst* är att det finns en risk för att en kontrollaktieägare med ett innehav av röststarka aktier kommer att utnyttja övriga aktieägare i bolaget. Risken för exploatering är

detsamma som en risk att utsättas för externaliserade kostnader för kontrollaktieägarens beslut. Detta utgör motiv för att vidta lagstiftningsåtgärder för att undanröja de externaliserade kostnaderna. Den rättseconomiska undersökningen visar emellertid att marknaden kommer att beakta risken för exploatering och genomföra en värdering av de röstsvaga aktierna utifrån risken med investeringen. Att röstvärdesdifferentiering därtill medför fördelar för såväl marknadsaktörer som välståndet i samhället innebär att ett införande av ett förbud mot röstvärdesskilda aktier i svensk rätt inte kan anses motiverat. Snarare kan det anses föreligga skäl för att utvidga aktiebolagets möjligheter att diversifiera röstvärdet mellan aktieslagen och även att tillåta emissioner av helt röstlösa aktier.

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
APSL	Anpartsselskabsloven
AS	Lov om aksjeselskaper (aksjeloven)
ASL	Aktieselskabsloven
CA	Companies Act
CC	Code de Commerce
DGCL	Delaware General Corporation Law (Title 8, Chapter 1 of the Delaware Code)
EU	Europeiska Unionen
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
HKSE	Hong Kong Stock Exchange
Inc.	Incorporation
Kap.	Kapitel
LSE	London Stock Exchange
Ltd	Limited Company
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
MBCA	Model Business Corporation Act
NYSE	New York Stock Exchange
OyL	Osakeyhtiölaki (624/2006)
PLC	Public Limited Company
Prop.	Proposition
SA	La société anonyme
SAS	La société par actions simplifiée
SARL	La société à responsabilité limitée
SL	Selskabsloven
SOU	Statens offentliga utredningar
S.p.A	Società per Azioni

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Snap Inc., moderbolag till den populära mobilapplikationen Snapchat, valde i början av 2017 som första bolag någonsin att genomföra en börsnotering på New York Stock Exchange genom en emission uteslutande av aktier som saknar rösträtt vid bolagsstämman. Ambitionen med börsnoteringen var att tillföra kapital till bolaget utan att Snaps två grundare, Evan Spiegel och Bobby Murphy, nödgades ge upp kontrollen av bolaget. Utöver de röstlösa aktierna som bjöds ut till allmänheten i samband med emissionen har Snap utestående aktier av ytterligare två aktieslag. Det andra aktieslaget berättigar till en röst per aktie och innehas av personer med höga befattningspositioner inom bolaget. Aktier av det tredje aktieslaget, som innehas av Spiegel och Murphy, berättigar till tio röster på bolagsstämman.¹ Förfarandet har i viss omfattning lyfts fram som nästa stora trend för bolag som söker extern finansiering men investerare har även ställt sig kritiska till noteringen och ifrågasatt huruvida börsens interna regelverk bör tillåta noteringar där endast röstlösa aktier bjuds ut till allmänheten.²

Liknande, men mindre extrema, strategier är sedan tidigare vanliga vid börsnoteringar av tech-bolag. När Apple och Microsoft tog steget ut till allmänheten genom att börsnotera sina aktier år 1980 respektive 1986 höll sig bolagen till sedvanan om att varje aktie som togs upp till handel på aktiemarknaden skulle berättiga till en röst på bolagsstämman. År 2004 förändrades sedvanan genom att Google beslutade att emittera röstvärdesdifferentierade aktier i samband med bolagets notering. Varje Google-aktie som togs upp till handel på marknaden motsvarade en röst på bolagsstämman samtidigt som varje aktie som ägdes av bolagets grundare och bolagsledning hade ett röstvärde om 10 röster per aktie. Sedan Googles börsnotering har många välkända tech-bolag valt att genomföra börsnoteringar med liknande villkor beträffande bruket av röstvärdesskilda aktier, såsom Facebook, Groupon och LinkedIn.³ Det kan i sammanhanget nämnas att Mark Zuckerberg kontrollerar 53,8 % av rösterna i Facebook med ett aktieinnehav om 15 %.⁴

¹ Descovich et al., 2017, s. 1 ff.

² Molla & Ovide, *Bloomberg*.

³ Bebchuk & Kastiel, 2017, s. 8.

⁴ Davidoff Solomon, *The New York Times*.

Den exponentiellt ökande tekniska utvecklingen och den expanderande marknaden för tekniska produkter och lösningar ger entreprenörer goda förutsättningar för att utveckla och lansera nya produkter som på kort tid sprids till allmänheten. Vidare möjliggörs för en potentiellt intensiv tillväxt för nyligen börsnoterade tech-bolag där entreprenörernas vilja att behålla kontrollen i kombination med ett behov av yttre finansiering gör att det uppstår en konkurrens mellan världens börser om var bolagen väljer att notera sina aktier. Som exempel kan nämnas Alibaba, Kinas största aktör inom E-handel, som år 2013 hade som ambition att börsnotera röstvärdesskilda aktier på Hong Kong Stock Exchange. Börsens regelverk innehöll emellertid ett förbud mot notering av röstvärdesskilda aktier vilket medförde att aktierna i Alibaba istället togs upp till handel på börserna i New York.⁵ Risken att aktiebolag väljer att genomföra börsnoteringar på andra aktiemarknader har medfört att börserna i Singapore, Malaysia och London nu i det senaste infört särskilda listor för notering av bolag som emitterat aktier med skilda röstvärden.⁶

Oavsett vilket regelverk eller nationell reglering som står i fokus och oavsett om regleringen är tillåtande eller begränsande gör diskussionen om röstvärdesskillnadernas vara eller icke vara sig gällande. Även den svenska regleringen av röstvärdesskillnader har gett upphov till stor debatt, inte minst i samband med EU-kommissionens strävan efter att harmonisera regleringen av företagsförvärv inom unionen. Enligt svensk rätt får aktiebolag inte emittera röstlösa aktier men tillåts ge ut aktier med skilda röstvärden och röstvärdesdifferentiering har länge varit en del av den svenska modellen för bolagsstyrning. Med tanke på den senaste tidens utveckling är det emellertid av vikt att utreda huruvida den svenska regleringen är den mest effektiva eller om den borde anpassas och förändras utifrån den senaste tidens förändringar.

1.2 Syfte och frågeställningar

Uppsatsen är skriven med flera syften i åtanke. Till att börja med avser uppsatsen undersöka de bakomliggande motiven med regleringen av röstvärdesskillnader i Sverige. Vidare har uppsatsen som syfte att undersöka hur regleringen av rösträtten i aktier är utformad i andra rättssystem än det svenska. Uppsatsen avser vidare undersöka vilka samhällsekonomiska effekter som följer av differentiering av aktiers röstvärde. Inom ramen för det sistnämnda ändamålet kommer det i uppsatsen att utredas vilka argument som med stöd av rättsekonomisk analys kan ges för och emot bruket av röstvärdesskillnader

⁵ Wei & Young, 2013, s. 4.

⁶ Robertson & Tan, *Bloomberg*.

i aktier. I samband därmed har studien till ändamål att undersöka om det svenska systemet med röstvärdesdifferentiering är det samhällsekonomiskt mest effektiva eller om en förändring av regleringen kan anses motiverad.

Mot bakgrund av anförda syften kommer uppsatsen att vara uppbyggd kring följande fyra frågeställningar:

- Hur är regleringen av aktiers röstvärde utformad i svensk rätt och vilka syften och motiv ligger bakom den svenska regleringen?
- Hur är regleringen av aktiers röstvärde utformad i de nordiska, anglo-amerikanska respektive kontinentaleuropeiska rättssystemen?
- Vilka samhällsekonomiska argument kan ges för och emot röstvärdesdifferentiering?
- I vilken grad bör det vara tillåtet att aktier ges olika röstvärde i svensk rätt?

1.3 Avgränsningar

Ett svenskt aktiebolag kan välja att införa andra föreskrifter i bolagsordningen om aktiernas förvaltningsrättigheter än föreskrifter om röstvärdesskillnader mellan aktieslagen. I en sådan föreskrift kan det anges att aktieägare av ett visst aktieslag ska ha rätt att utse en viss andel styrelseledamöter och att ägare av ett annat aktieslag ska utse en annan, mindre andel ledamöter.⁷ Sådana skillnader mellan aktieslagen kommer inte att behandlas i framställningen.

Utöver att olika aktieslag kan ges olika röstvärden kan rösträtten vid bolagsstämman enligt 7 kap 3 § ABL fördelas mellan aktieägarna genom att aktieägare röstar som ombud (*eng. Proxy*) för andra aktieägares innehav.⁸ Som en följd av EU:s aktieägardirektiv har möjligheterna att rösta genom ombud blivit större i avstämningsbolag. Syftet med en sådan reglering är att underlätta för större, institutionella ägare att förvalta sitt aktieinnehav.⁹ Omröstning via ombud kommer emellertid inte att behandlas i uppsatsen då jag anser att det skulle kräva ett utrymme som inte kan avvaras utan risk för att läsarens förståelse för den övriga argumentationen i avsnitt fem skulle ta skada därav.

⁷ Sandström, 2015, s. 145.

⁸ Easterbrook & Fischel, 1996, s. 65.

⁹ Skog, 2014, s. 167.

Den principal/agentproblematik som kan drabba aktiebolaget och som behandlas nedan i avsnitt fem är aktuell för såväl publika som privata aktiebolag. På grund av den gemensamma problematiken kommer det inte att göras någon avgränsning mot det privata aktiebolaget men däremot kommer det i framställningen att ges särskilt utrymme åt röstvärdesskillnader i publika aktiebolag. Anledningen till detta är att en del av den rättsekonomiska argumentationen beträffande bruket av röstvärdesskillnader förutsätter att aktierna är tillgängliga för handel på en reglerad marknad.

1.4 Metod och material

Vid författandet av uppsatsen har den rättsdogmatiska metoden tillämpats vid undersökningen av gällande rätt. Rättsdogmatiken kan kategoriseras som en kvalitativ metod då ett centralt drag för metoden är en tolkning av de källor som ges av rättskällevärdet.¹⁰ Tolkningsförfarandet inom den rättsdogmatiska metoden är tvådelat. Till viss del avser rättsdogmatikern genom tolkning generellt fastställa vilka rättsregler som kan vara av relevans för det specifika spörsmålet och ur ett mer allmänt perspektiv fastställa innebörden av rättsregeln. Rättsdogmatisk tolkning innebär dessutom att den generella regeln tolkas och anpassas utifrån den konkreta situationen i syfte att utröna på vilket sätt regeln appliceras i särskilda fall.¹¹ Rättskällevärdet anger i grund och botten vilka rättskällor som är av vikt vid fastställande av gällande rätt och för rättsdogmatikern är såväl källornas validitet som dess grad av auktoritet förutbestämd. Således utgår rättsdogmatikern i sin tolkning av gällande rätt från de klassiska rättskällorna lag, förarbeten, prejudikat och doktrin i angiven inbördes ordning.¹² I framställningen har emellertid inte tolkningen av regleringen av röstvärdesskillnader i den svenska rättstillämpningen varit aktuell vilket fått som följd att prejudikat inte har behandlats. För framställningen har däremot de syften och motiv som gett upphov till gällande rätt varit av stor vikt vilket medfört att förarbeten har behandlats i en större utsträckning. Vidare innebär den rättsdogmatiska metoden att de avsnitt där metoden har tillämpats är befriade från författarens värderingar.¹³

Till den del framställningen diskuterar utländsk reglering av aktiers röstvärde har en komparativ metod tillämpats. Vid en tillämpning av den komparativa metoden är det av vikt att inledningsvis avgöra om de komparativa inslag som

¹⁰ Sandgren, 2015, s. 43.

¹¹ Kleineman, 2013, s. 29.

¹² Sandgren, 2015, s. 44.

¹³ Sandgren, 2015, s. 45.

kommer att rymmas i framställningen kommer att utgöras av en komparativ utblick eller en komparativ jämförelse. Grundläggande för den komparativa metodiken är att förstå likheter och skillnader mellan olika rättssystem och rättstraditioner. Syftet med den komparativa metoden är således inte att endast studera utländsk rätt eller att endast beskriva svensk rätt å ena sidan och utländsk rätt å andra sidan.¹⁴ En komparativ jämförelse kräver att gällande utländsk rätt kartläggs på ett korrekt sätt med ett vedertaget iakttagande av utländska rättskälleregler. En komparativ utblick å andra sidan innefattar inte motsvarande krav på att den utländska rätten behandlas på ett vedertaget sätt fullt ut med beaktande av kontexten. Syftet med den komparativa utblicken är istället att kasta ljus över svensk rätt genom att lyfta fram argument som framstår som centrala för den svenska och den utländska rättsordningen.¹⁵ I framställningen har utländsk rätt behandlats i syfte att placera den svenska regleringen av röstvärdesdifferentiering i en större kontext och se till hur andra länder har valt att reglera skild rösträtt mellan aktier. Den komparativa metoden i framställningen har därmed antagit formen av en komparativ utblick. Vid författandet av det komparativa avsnittet har såväl doktrin som utländsk lagtext behandlats. Då en begränsad tid har passerat sedan lagsstiftningen i framför allt Norge trädde i kraft har i dessa fall lagtext studerats i större eller i vissa delar uteslutande omfattning i förhållande till doktrin.

Utöver ovan angivna metoder har det i framställningen även antagits ett rättsekonomiskt perspektiv vilket innebär att såväl den svenska regleringen av röstvärdeskillnader som dess utländska motsvarigheter har analyserats med hjälp av ett externt, ekonomiskt perspektiv med grund i nationalekonomiska teorier och modeller.¹⁶ En undersökning utifrån den rättsekonomiska metoden kan vara av såväl deskriptiv som normativ natur och gemensamt för båda metoderna för den rättsekonomiska analysen är att rätten inte betraktas som ett autonomt system utan snarare som ett instrument vilket kan användas i syfte att maximera den ekonomiska effektiviteten eller det totala välbefindandet i samhället.¹⁷ Den deskriptiva sidan av den rättsekonomiska metoden har som syfte att undersöka lagars och regleringars roll i samhällsekonomin och analysera vilka samhällsekonomiska effekter som följer av gällande reglering. Den normativa sidan av den rättsekonomiska analysen består i att utifrån analysen av

¹⁴ Valguarnera 2013, s. 141 f.

¹⁵ Sandgren, 2015, s. 54 f.

¹⁶ Petersen & Towfigh, 2015, s. 12.

¹⁷ Dahlman, Glader & Reidhav, 2004, s. 9.

regleringars påverkan på samhällsekonomin utvärdera hur rätten bör vara utformad för att vara så pass ekonomiskt effektiv som möjligt.¹⁸ Den rättsekonomiska litteraturen som framför allt har behandlats i uppsatsens rättsekonomiska avsnitt är författad av Richard A. Posner; Christian Dahlman, Marcus Glader och David Reidhav; Vladimir Bastidas Venegas och Cento Veljanovski. Därutöver har redogörelsen av principal/agentteorin hämtat vägledning från en artikel skriven av Kathleen M. Eisenhardt. En mer utförlig redogörelse av de rättsekonomiska teorier som behandlas i uppsatsen ges löpande i samband med den rättsekonomiska undersökningen av frågeställningarna.

1.5 Forskningsläge

Frågan om röstvärdesskillnaders vara eller icke-vara har diskuterats flitigt i den juridiska doktrinen. Inte minst i statens offentliga utredningar och lagförarbeten har frågan om röstvärdesskillnader behandlats och flertalet av argumenten är återkommande. De argumenten som anfördes i den statliga utredningen som låg till grund för 1944 års aktiebolagslag, SOU 1941:9, återfinns i röstvärdeskommittén utredning i SOU 1986:23 såväl som i förarbetena till nu gällande ABL, prop. 2004/05:85. Beträffande rent rättsekonomiska undersökningar om röstvärdesskillnaders inverkan på välståndet i samhället står emellertid inte lika mycket att finna. Som en replik till EU-kommissionens förberedande arbete inför antagandet av takeover-direktivet skrev Clas Bergström och Kristian Rydqvist artikeln ”Bör aktier med olika rösträtt avskaffas?”, publicerad i Ekonomisk Debatt, och argumentationen som fördes till stöd för ett bruk av röstvärdesskillnader hade rättsekonomiska inslag. I den rättsekonomiska diskussionen som förs nedan under avsnitt fem presenteras ett räkneexempel som till stor del inspirerats av artikeln av Bergström och Rydqvist, men i denna framställning med en mer utförlig betoning på argumentationens rättsekonomiska element. Uppsatsen avser bidra till den etablerade forskningen om röstvärdesdifferentiering genom att utreda de samhällsekonomiska effekter som följer av ett förbud mot respektive ett möjliggörande av röstvärdesskillnader i aktier. Således avser uppsatsen utgöra ytterligare ett inlägg till diskussionen om gällande rätt och i likhet med bland annat Bergström och Rydqvist antas en ställning som är för en reglering som tillåter en differentiering av aktiers röstvärde.

¹⁸ Posner, 2014, s. 31.

1.6 Disposition

Uppsatsen är indelad i sex avsnitt. I det nästkommande avsnittet, avsnitt två, behandlas inledningsvis gällande svensk rätt beträffande regleringen av röstvärdesskillnader i aktier. I avsnittet redogörs det även för rättsutvecklingen och den offentliga diskussionen som förts kring ämnet i samband med EU-kommissionens arbete med takeover-direktivet. Avsnittet avslutas med en diskussion om möjligheterna för aktiebolaget att ta upp kapital- och vinstandelslån.

I avsnitt tre jämförs den svenska regleringen av röstvärdesskillnader med hur regleringarna är utformade inom rättssystem tillhörande den anglo-amerikanska, kontinentaleuropeiska samt nordiska rättstraditionen. Därtill diskuteras de interna regelverken för börserna i Hong Kong och New York.

I avsnitt fyra följer en redogörelse av grundläggande rättsekonomisk teori i syfte att ge läsaren en förståelse av de rättsekonomiska begrepp och modeller som tillämpas i uppsatsen vilket förhoppningsvis underlättar vid läsningen av den rättsekonomiska argumentationen.

I avsnitt fem tillämpas de rättsekonomiska teorierna som presenterades i avsnitt fyra på problematiken som omgärdar röstvärdesskilda aktier. I avsnittet presenteras och förklaras ytterligare rättsekonomiska teorier där det anses lämpligt för att ge läsaren en fördjupad förståelse av argumentationen.

I avsnitt sex avslutas uppsatsen med en analys av vad som undersökts i uppsatsens tidigare avsnitt och de rättsekonomiska argumenten för och emot röstvärdesskillnader vägs mot varandra i syfte att presentera svar på uppsatsens frågeställningar.

2 Aktiers röstvärde i svensk rätt

2.1 Gällande rätt

I svensk rätt återfinns regleringen av aktiers rättigheter i 4 kap. aktiebolagslagen (2005:51)¹⁹. I 4 kap. 1 § ABL anges den associationsrättsliga likhetsprincipen som innebär att samtliga aktier i bolaget ska vara förenade med lika rättigheter. Rättigheterna som följer av aktieinnehavet är av två slag: förvaltningsrättigheter och ekonomiska rättigheter. Bland förvaltningsrättigheterna som följer av ett aktieinnehav omfattas bland annat rätten att rösta vid bolagsstämman. De ekonomiska rättigheterna är bland annat rätten att ta del av bolagets vinst genom vinstutdelningar och att ha företrädesrätt till nya aktier vid vissa typer av emissioner.²⁰

Den associationsrättsliga likhetsprincipen, som enligt vad som anförts ovan utgår från aktierna snarare än aktieägarna, innebär således att de ekonomiska rättigheterna och förvaltningsrättigheterna ska vara lika för samtliga aktier. Med varje aktie ska därmed följa en lika rätt till vinstutdelning å ena sidan och lika rösträtt vid bolagsstämman å andra sidan.²¹ Likhetsprincipen är emellertid inte tvingande utan kan inskränkas enligt vad som anges i 4 kap. 2–5 §§ ABL. Av 4 kap. 2 § ABL följer att det i bolagsordningen får föreskrivas att aktier av olika slag ska finnas eller kunna ges ut. I bolagsordningen ska i sådana fall anges vilka olikheterna mellan aktieslagen är och antalet eller andelen aktier som ska finnas eller kunna ges ut av varje slag. Som undantag till likhetsprincipen ger ABL således stöd för att aktier ges ut av olika slag, med olika rätt till vinstutdelningar och med olika rösträtt vid bolagsstämman. De i praktiken vanligaste skillnaderna mellan olika aktieslag rör just skillnader i röstvärde och skillnader i andel av bolagets tillgångar och vinst.²² Ett mindre vanligt förekommande aktieslag, som emellertid bör nämnas i sammanhanget, är konvertibla aktier som ger innehavaren en rätt att inom eller efter en viss angiven tid eller utifrån andra särskilda omständigheter omvandla en aktie av ett aktieslag till en aktie av ett annat slag.²³

¹⁹ Citeras ABL.

²⁰ af Sandeberg, 2007, s. 57.

²¹ Skog & Fäger, 2007, s. 29.

²² af Sandeberg, 2007, s. 60.

²³ Skog, 2014, s. 132.

I 4 kap. 3 § ABL anges det första undantaget till likhetsprincipen och av bestämmelsen framgår att aktier efter föreskrift i bolagsordningen kan ges olika rätt till bolagets vinst eller tillgångar. Sådana aktier, som ger innehavaren bättre rätt till del av företagets vinst, benämns preferensaktier och för att skilja de olika aktieslagen åt benämns övriga aktier stamaktier. Ett bolag medges vidare möjligheten att emittera olika slag av preferensaktier med olika rätt till vinstutdelning enligt en angiven inbördes ordning.²⁴ Utöver bättre rätt till vinstutdelning kan innehavare av preferensaktier även ha bättre rätt till bolagets tillgångar vid en eventuell framtida upplösning eller likvidation.²⁵ Preferensaktier med bättre rätt till vinstutdelning eller till bolagets tillgångar emitteras ofta i syfte att locka utomstående investerare att förvärva aktier i bolaget och är inte sällan förenade med ett lägre röstvärde än stamaktier.²⁶

Den andra typen av aktieslag som i praktiken är vanligast förekommande och som kommer att behandlas i den fortsatta framställningen medges av 4 kap. 5 § ABL om röstvärdesskillnader. Enligt bestämmelsen får ingen aktie ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet av någon annan aktie. Av bestämmelsen följer därmed att aktier får ges ut med skild rösträtt och att differensen mellan aktiernas röstvärde som högst får vara en på tio, eller anorlunda uttryckt 1:10. Den reglerade gränsen för röstvärdesdifferensen innebär även att röstlösa aktier inte får ges ut.²⁷ I Sverige betecknas i princip utslutande de röststarka aktierna för A-aktier och de röstsvaga aktierna för B-aktier men i sällsynta fall förekommer även C-aktie som en benämning på den röstsvaga aktien.²⁸ Den svenska regleringen innebär således att enkel rösträttsmajoritet kan uppnås vid ett innehav av röststarka aktier motsvarande drygt 9 % av ett bolagets totala aktier, förutsatt att övriga aktier i bolaget är röstsvaga.²⁹

Utöver vad som angivits ovan om olika rättigheter för olika aktieslag är det även möjligt att i bolagsordningen ange mer specifika föreskrifter om aktiernas röstvärden. Det är exempelvis möjligt att ange en föreskrift om att ett visst aktieslag ska ges ett högre eller lägre röstvärde i särskilda frågor, något som i praktiken förekommer beträffande preferensaktier vid beslut om utdelning. Det höga eller låga röstvärdet kan dessutom föreskrivas att gälla endast om

²⁴ Skog, 2014, s. 129.

²⁵ af Sandeberg, 2007, s. 60.

²⁶ Skog, 2014, s. 129.

²⁷ Skog, Andersson och Johansson, Zeteo: kommentar till 4 kap. 5 § ABL.

²⁸ af Sandeberg, 2007, s. 57.

²⁹ Sandström, 2015, s. 144.

särskilda angivna förutsättningar är uppfyllda. Exempelvis kan det förskrivas att preferensaktier ska ha ett lägre röstvärde än övriga aktier men att lika röstvärde ska gälla i fall någon utdelning inte sker inom en viss angiven tid. Således är möjligheterna till undantag från aktiebolagslagens likhetsprincip omfattande men det är av vikt att erinras om att rättigheterna och skyldigheterna gäller för aktien snarare än aktieägaren och det är inte möjligt att i bolagsordningen ange förskrift om att olika röstvärden ska gälla för särskilda aktieägare.³⁰

Då skillnader i röstvärde ska anges i bolagsordningen enligt 4 kap. 2 § ABL krävs bolagsstämmobeslut om ändring av bolagsordningen för införande, ändring och avskaffande av röstvärdesskillnader. För de flesta stämmobeslut om ändring av bolagsordningen krävs kvalificerad majoritet och beslutet måste därmed biträdas av aktieägare med minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de vid stämman företrädda aktierna, se 7 kap. 42 § ABL. Beslut om ändring av röstvärdesskillnader eller avvecklande av röstvärdesdifferentiering beträffande redan emitterade aktier liksom aktier som ska emitteras i framtiden är emellertid föremål för ett strängare majoritetskrav enligt 7 kap. 43 § ABL. Ett sådant beslut måste biträdas av aktieägare till samtliga av de på stämman närvarande aktierna och dessa måste tillsammans företräda minst nio tiondelar av samtliga aktier i bolaget. Det ska tilläggas att det i 7 kap. 45 § ABL föreskrivs ett undantag som innebär att majoritetskravet kan sänkas till kvalificerad majoritet i de fall ändring endast avser visst aktieslag och en viss angiven andel av ägarna till det aktieslag vars rätt genom beslutet försämras dels närvarar vid stämman, dels biträder beslutet.

Röstvärdesdifferentiering innebär en möjlighet för aktieägare att kontrollera ett bolag med en mindre men mer röststark mängd aktier.³¹ Beaktat regleringen i ABL om hur beslut fattas av bolagsstämman kan röstvärdesstarka aktier ha två funktioner, dels en beslutsfattande funktion bestående i att det är enklare att uppnå majoritetskrav för avgivna röster, dels en beslutshindrande funktion bestående i att det blir betydligt svårare för övriga aktieägare att rösta igenom beslut som motsätts av en ägare med röststarka aktier. Innehavaren av röststarka aktier har utifrån den beslutsfattande funktionen en fördel vid samtliga beslut som fordrar absolut majoritet enligt 7 kap. 40 § ABL och bolagsstämmans beslut därmed utgörs av det alternativ som har fått mer än hälften av de avgivna rösterna. Detsamma gäller vid val enligt 7 kap. 41 § ABL

³⁰ Skog, 2014, s. 129.

³¹ Bergström & Samuelsson, 2015, s. 157.

då den anses vald som har fått de flesta rösterna och majoritetskravet för bolagsstämmobeslut om val således är relativ majoritet.³² Den beslutsfattande funktionen hos röststarka aktier har emellertid inte motsvarande betydelse vid bolagsstämmobeslut som avser ändring av bolagsordningen då sådana beslut kräver att viss andel av vid stämman närvarande aktier biträder beslutet. För den beslutshindrande funktionen gäller att en ägare av röststarka aktier effektivt kan förhindra samtliga beslut från att röstas igenom, även beträffande beslut som kräver kvalificerad majoritet, då samtliga beslut vid stämman förhindras om beslutet inte biträds av en tillräcklig mängd röster.

2.2 Tidigare lagstiftning och rättsutveckling

Röstvärdesdifferentiering har tillåtits i svensk rätt sedan ikraftträdandet av den första aktiebolagslagen år 1848. I varken 1848 års lag eller dess efterföljare år 1895 respektive år 1910 innehöll regleringen någon gräns för storleken på skillnaderna mellan röstvärdet i aktieslagen.³³ I förarbetena till 1944 års aktiebolagslag diskuteras emellertid röstvärdesdifferenser som ett redan på den tiden omtvistat ämne. Nackdelarna med röstprivilegier, som beredningen kallade det, var att kontrollpersoner med röststarka aktier inte bar en i förhållande till sin makt motsvarande ekonomisk risk.³⁴

Beredningen ansåg emellertid att fördelarna som aktier med olika röstvärde medförde var sådana att ett förbud mot röstvärdesdifferentiering inte ansågs motiverat. Beredningen menade att rösträttsskillnader effektiviserade bolagsstyrningen genom att en sakkunnig och kapabel ägarkrets hade möjlighet att förvärva och behålla kontrollen över ett bolag vilket inte hade varit ekonomiskt genomförbart vid ett förbud, i synnerhet inte beträffande större bolag med ett stort antal utestående aktier. Vidare menade beredningen att röstvärdesdifferentiering gjorde det möjligt för bolag att erhålla kapital från utländska investerare utan att förlora kontrollen över bolaget. Röstvärdesdifferentiering ansågs även ha underlättat rent praktiskt vid bolagsbildningar och rekonstruktioner.³⁵

³² Skog & Fäger, 2007, s. 52.

³³ Skog, 2014, s. 128.

³⁴ SOU 1941:9 s. 500.

³⁵ SOU 1941:9 s. 500.

Med tanke på de stora skillnaderna mellan risk och kontroll som tidigare tillåtna röstvärdesdifferenser medförde, ansåg emellertid beredningen att även om röstvärdesskillnader fortsatt skulle tillåtas fanns det behov av en begränsning av den högsta tillåtna skillnaden mellan aktieslagens röstvärde. Därmed föreslogs en ny högsta röstvärdesdifferens om en på tio (1:10) som började gälla genom ikraftträdandet av 1944 års aktiebolagslag.³⁶ Röstvärdesdifferensen lämnades oförändrad vid införandet av 1975 års aktiebolagslag.³⁷

År 1984 tillsatte regeringen en särskild kommitté, röstvärdeskommittén, i syfte att utreda den svenska regleringen av röstvärdesskillnader. I utredningen, som överlämnades till regeringen våren 1986, belyste röstvärdeskommittén återigen fördelarna med aktiers skilda röstvärden som anfördes vid beredningen av 1944 års aktiebolagslag. Det sades att möjligheten till differentierade röstvärden gav utrymme för svenska aktieägare att behålla kontrollen över bolag vid utlandsfinansiering av riskkapital genom att aktierna som förvärvats av utländska intressen gavs ett lägre röstvärde än de aktier som innehades av de befintliga ägarna. Vidare anfördes att aktieägare i expanderande företag inte behövde avstå från nyemissionen av rädsla för att förlora kontrollen utan kunde använda möjligheten till emission av röstsvaga aktier vilket underlättade för svenska bolags tillväxt.³⁸

Frågan om röstvärdesskillnader har återkommit i flera utredningar i lagstiftningssammanhang efter röstvärdeskommitténs utredning och de för- och nackdelar som framfördes i förarbetena till 1944 års lag upprepas och genererar samma slutsats om att det inte finns tillräckligt stöd för en förändring av rättsläget.³⁹ I förarbetena till den nu gällande ABL ansågs fortsatt stöd för röstvärdesdifferentiering föreligga och lagen trädde i kraft utan förändring av regleringen av aktiers röstvärde.⁴⁰

Begränsningen av röstvärdesdifferensen som infördes genom 1944 års aktiebolagslag gäller inte retroaktivt vilket innebär att bolag som emitterat aktier med större röstvärdesdifferenser än 1:10 inte behöver korrigera röstvärdesskillnaden mellan aktieslagen. Dessutom anges i övergångsbestämmelserna till 1944 års aktiebolagslag att bolag som sedan tidigare gett ut aktier vars röstvärde överstiger tio gånger röstvärdet för aktier av ett annat slag ska tillåtas att emittera nya aktier med samma röstvärdesdifferens. Av 8 § i lag

³⁶ SOU 1941:9 s. 501.

³⁷ Prop. 1975:103 s. 109.

³⁸ SOU 1986:23 s. 129 ff.

³⁹ Se SOU 1988:38 s. 319, Prop. 1997/98:99 s. 119 f. samt SOU 2004:47 s. 191 f.

⁴⁰ Prop. 2004/05:85, s. 247 f.

om införande av aktiebolagslag anges även att bolagsordningar från tiden innan 1944 kan och får innehålla större röstvärdesskillnader. Därmed kan det fortfarande förekomma större röstvärdesskillnader i vissa äldre svenska bolag. I vissa fall har svenska bolag på eget initiativ valt att begränsa skillnaderna mellan aktieslagens röstvärde. På 1990-talet införde ABB samma röstvärde för sina aktier. Electrolux och SKF hade tidigare en indelning av sina aktier i två aktieslag med en röstvärdesskillnad om 1:1 000 men valde att ändra i bolagsordningen så att skillnaden stämde överens med den nu gällande 1:10. Förändringen motiverades av att investerare uppfattat den stora skillnaden negativt.⁴¹

2.3 Takeover-direktivet

Den svenska regleringen av aktiers röstvärde har inte enbart varit föremål för inhemsk kritik. I syfte att uppfylla visionen om en etableringsfrihet mellan medlemsländerna har EU-kommissionen sedan en lång tid tillbaka bedrivit ett omfattande arbete med att harmonisera associationsrätten inom unionen.⁴² Arbetet med takeover-direktivet⁴³, som antogs av EU år 2004, påbörjades redan på 1970-talet och skulle komma att bli ett av de mest kontroversiella direktiv som föreslagits av EU-kommissionen.⁴⁴ Syftet med takeover-direktivet är att undanröja hinder mot uppköp av företag, så kallade takeovers. Då Kommissionen har betraktat förekomsten av skilda röstvärden i aktier som ett hinder mot uppköp var kommissionen drivande i frågan om röstvärdesskillningens avskaffande eller åtminstone dess avsaknad av verkan i uppköps-situationer.⁴⁵ Aktiebolags möjlighet att emittera aktier med skilda röstvärden har emellertid varit en självklarhet för aktiebolag på den svenska marknaden och en grundbult i den svenska koden för bolagsstyrning och kommissionens arbete med takeover-direktivet gav således redan i ett tidigt skede upphov till svensk kritik.

År 1991 diskuterade EU-kommissionen en reglering av röstvärdesskillnader med krav på att minst hälften av aktiekapitalet skulle utgöras av röststarka

⁴¹ Bergström & Samuelsson, 2015, s. 156 f.

⁴² Skog, 2009, s. 293.

⁴³ Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.

⁴⁴ Skog, 2009, s. 293.

⁴⁵ Sandström, 2015, s. 144.

aktier samtidigt som de röstsvaga aktierna skulle vara förenade med mer förmånliga villkor vid utdelning.⁴⁶ Diskussionerna föranledde en artikel skriven av Bergström och Rydqvist där författarna bemöter det främsta och mest förekommande argumentet mot aktier med skilda röstvärden i det att röststarka aktier möjliggör för kontrollaktieägare att exploatera minoriteten i bolaget. Tanken är att en kontrollägare innehar en liten men röststark mängd aktier och på så vis besitter en stor del av makten i bolaget genom sina röster men med en liten andel av kapitalet på grund av det begränsade antalet aktier som krävs för kontroll. Kontrollägaren kan i en sådan situation fatta beslut som är till förmån för kontrollägaren men som sänker aktievärdet och därmed är till nackdel för aktieägare med röstsvaga men kapitalstarka aktier, exempelvis beslut om värdeöverföringar till kontrollägaren från bolaget. Det brukar talas om att kostnaden för kontrollägaren står i direkt proportion till dennes andel av kapitalet i bolaget.⁴⁷ Bergström och Rydqvist anför att risken för exploatering visserligen är oundviklig om bolag tillåts ge ut aktier med skilda röstvärden men att den maktskillnad som därmed uppstår mellan aktieägarna fyller en funktion som väger upp nackdelarna. I röstvärdeshänseende små aktieägare har inte samma incitament som stora aktieägare att samla in och studera information om bolagets kompetens och skötsel då priset de har betalat för sitt aktieinnehav endast baseras på aktiernas kapitalandel och kostnaden för insamlande av information står därmed inte i proportion till de små aktieägarnas aktieinnehav. Aktieägare med röststarka aktier presumeras å andra sidan vara beredda att stå en högre kostnad vid förvärvet av röstövertaget i bolaget och anses därmed mer benägna och mer lämpade att inhämta information och inneha kontrollen över bolaget.⁴⁸

EU-kommissionens syn på röstvärdesdifferentiering som ett hot mot uppköp har som framkommit kritiserats från svenskt håll och kritiken har i första hand varit att antagandet saknar både teoretiskt och empiriskt stöd.⁴⁹ Ur ett teoretiskt perspektiv kan det anföras att förekomsten av en kontrollaktieägare inom aktiebolaget dels kan underlätta för genomförande av takeovers, dels kan stärka övriga aktieägares förtjänst vid ett sådant uppköp. Kontrollägaren i målbolaget har en stark utgångspunkt för att förhandla upp premien per aktie och då köparen måste erbjuda samma premie för samtliga aktier i målbolaget kan även resterande aktieägare skörda frukten av kontrollägarens förhandling. Om köparen lyckas komma överens med kontrollägaren om villkoren för uppköpet sänds vidare en signal till övriga aktieägare att det är ett seriöst och

⁴⁶ Bergström & Rydqvist, 1991, s. 585.

⁴⁷ Bergström & Samuelsson, 2015, s. 157.

⁴⁸ Bergström & Rydqvist, 1991, s. 593.

⁴⁹ Skog, 2009, s. 304.

godtagbart bud. Då röstvärdesskillnader medför att en aktieägare med en låg kapitalandel kan inneha en kontrollerande ägarposition på grund av ett högt röstvärde i aktierna följer det av det anförda att röstvärdesskillnader snarare underlättar för takeovers på den svenska marknaden.⁵⁰

Röstvärdessdifferentiering som ett hinder mot uppköp har inte heller stöd i empirin. Snarare är förhållandet det motsatta då uppköpsfrekvensen på den svenska marknaden är högre än i de flesta övriga Europeiska länderna.⁵¹ I samband med takeover-direktivets antagande gav EU-kommissionen fyra ekonomer i uppdrag att i två olika rapporter sammanfatta den empiriska och teoretiska litteraturen kring röstvärdessdifferentiering och att se till frågan om röstvärdessdifferentiering utgör ett hot mot uppköp.⁵² Slutsatsen av även dessa rapporter var att röstvärdessdifferentiering inte utgör ett hinder mot uppköp och att aktier med skilda röstvärden inte bör betraktas som ett större hinder än andra typer av kontrollmekanismer som tillåts i andra länder inom EU.⁵³

Takeover-direktivet har inte genomförts så som EU-kommissionen avsåg utan flera medlemsstater har vid implementeringen av direktivet valt att exkludera vissa delar.⁵⁴ EU-kommissionens önskan att förbjuda röstvärdessdifferentiering som ett hinder mot uppköp mynnade ut i direktivets så kallade genombrottsregler i art. 11 i direktivet. Genombrottsreglerna syftar till att främja framväxten av jämbördiga spelregler för uppköpserbjudanden inom unionen genom att undanröja olika hinder, däribland röstvärdesskillnader, som kan anses försvåra för uppköpserbjudanden.⁵⁵ Diskussionerna som fördes kring bestämmelserna under arbetet med direktivet föranledde att kommissionen valde att inte inkludera genombrottsreglerna i direktivets obligatoriska reglering.

I Sverige implementerades direktivet genom lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden⁵⁶ som trädde ikraft i juli 2006 och genombrottsreglerna återfinns i lagens sjätte kapitel. Av 6 kap. 1 § 1 st. LUA framgår att genombrottsreglerna för svenskt vidkommande är fakultativa och således måste anges i bolagsordningen för att vara tvingande för ett svenskt

⁵⁰ Skog, 2009, s. 305.

⁵¹ Skog, 2009, s. 298 f.

⁵² Burkhart & Lee, 2008, Adams & Ferreira, 2008.

⁵³ Bergström & Samuelsson, 2015, s. 157.

⁵⁴ Bergström & Samuelsson, 2015, s. 157 f.

⁵⁵ COM (2002) 534, den 2 oktober 2002, förslag till rådets och europaparlamentets direktiv om uppköpserbjudanden, s. 10.

⁵⁶ Citeras LUA.

bolag.⁵⁷ Om aktiebolaget väljer att föra in en sådan föreskrift i bolagsordningen gäller enligt 6 kap. 3 § LUA att en annan föreskrift i bolagsordningen om att olika aktieslag ska ges olika röstvärde ska sakna verkan vid beslut om huruvida aktiebolaget ska vidta försvarsåtgärder. Med andra ord kommer samtliga aktier i ett aktiebolag som valt att tillämpa genombrottsreglerna att ha samma röstvärde vid beslut om vidtagande av försvarsåtgärder i samband med uppköpserbjudanden. Syftet med bestämmelsen är att en aktieägare med röststarka aktier inte ska kunna blockera ett uppköpserbudande.⁵⁸

I 6 kap. 1 § 2 st. LUA anges att ett beslut vid bolagsstämman om att föra in genombrottsreglerna i bolagsordningen måste biträdas av samtliga på stämman närvarande aktieägare som tillsammans måste företräda minst nio tiondelar av det totala antalet aktier i bolaget. Således kan ett införande av genombrottsreglerna i bolagsordningen förhindras om en enda aktieägare motsätter sig det, ett skeende som kan tänkas vara sannolikt i bolag med röststarka aktier.⁵⁹

2.4 Röstvärdesskillnader i svenska noterade bolag

För svenska bolag i allmänhet och bolag noterade på svenska marknadsplatser i synnerhet har möjligheten till utgivande av röstvärdesdifferentierade aktier varit en fundamental del av den svenska bolagsstyrningsmodellen.⁶⁰ Förekomsten av röstvärdesskillnader har emellertid fluktuerat under åren. Från 1960-talet fram till början på 1990-talet märktes en tydlig ökning av antalet företag som emitterat aktier med skilda röstvärden. År 1963 var andelen bolag med röstvärdesdifferentierade aktier 24 % vilket kan jämföras med år 1991 då 88 % av de svenska bolagen hade utestående aktier med skilda röstvärden.⁶¹ Marknadens utveckling på senare år tyder emellertid på ett minskat bruk av aktier med röstvärdesskillnader och att dessa i framtiden kommer att bli allt ovanligare i svenska börsföretags bolagsordningar.⁶² Det minskande användandet av aktier med skilda röstvärden började redan på 1990-talet och fortsatte in på 2000-talet. År 1994 hade andelen företag med röstvärdesdifferentierade aktier sjunkit till 72 % och år 1997 var andelen 65 %. År 2010

⁵⁷ Stattin, 2009, s. 399.

⁵⁸ Broneus & Stattin, 2010, s. 68.

⁵⁹ Sandström, 2015, s. 145.

⁶⁰ af Sandeberg, 2007, s. 57.

⁶¹ SOU 1986:23, s. 11.

⁶² Sandström, 2015, s. 145.

kunde det konstateras att andelen företag med aktier med skilda röstvärde hade sjunkit ytterligare till 49 %. Det kan även noteras att mindre än hälften av bolagen som noterades på den svenska börsen mellan 1997 och 2007 valde att emittera aktier med skilda röstvärden.⁶³

Det är emellertid inte bara andelen företag med röstvärdesskillnader som minskar på den svenska marknaden. Bolag som enligt övergångsbestämmelserna till 1944 års aktiebolagslag medges ge ut aktier med en större röstvärdesdifferens än 1:10 väljer att anpassa röstvärdesskillnaderna och sänker dem självmant till gränsen enligt nu gällande regler. Den främsta anledningen som brukar anges för röstvärdesskillnadernas minskade bruk är att kapitalmarknaden blir alltmer internationell och att aktiernas skilda röstvärden inte tas emot lika öppet på marknader utanför Norden.⁶⁴ En annan anledning till att bolag väljer att minska röstvärdet för de röststarka A-aktierna är att de stora röstvärdesskillnaderna orsakat en låg värdering av bolaget. Om röstvärdesdifferensen minskar ökar således värdet på aktierna vilket kan gynna kontrollaktieägare med ett innehav av såväl A- som B-aktier samt minoritetsaktieägare med ett innehav av endast B-aktier. Så var fallet för Electrolux, SKF och Ericsson som samtliga självmant har valt att minska röstvärdesskillnaderna mellan A- och B-aktierna från 1:1 000 till 1:10.⁶⁵

2.5 Lån enligt 11 kap. 11 § ABL

En annan finansieringsmetod som bör nämnas i samband med röstvärdesdiferentierade aktier är ett bolags möjlighet att ta upp vinstandelslån och kapitalandelslån. Vinst- och kapitalandelslån regleras i 11 kap. 11 § ABL och beslut om sådana lån ska fattas av bolagsstämman. Kapitalandelslån, som var förbjudet enligt 1975 års aktiebolagslag men som tillåts enligt nu gällande rätt, är ett lån vars kapitalandel helt eller delvis är beroende av bolagets vinst eller utdelning till aktieägarna snarare än ett fastställt nominellt belopp.⁶⁶ Det kapitalbelopp som bolaget i framtiden ska återbetala långivaren är således knutet till bolagets framtida finansiella ställning.⁶⁷

⁶³ Bergström & Samuelsson, 2015, s. 155.

⁶⁴ Sandström, 2015, s. 145.

⁶⁵ Henrekson & Jakobsson, 2006, s. 32.

⁶⁶ Skog, 2014, s. 75.

⁶⁷ Dotevall, 2015, s. 162 f.

Enligt såväl 1975 års aktiebolagslag som 2005 års ABL tillåts svenska aktiebolag ta upp vinstandelslån, vilket är lån vars kapitalandel utgörs av ett fastställt nominellt belopp men vars avkastning för långivaren, räntan, är baserad på ökningarna i bolagets vinst eller utdelning. Om bolagets vinst eller utdelning ökar, ökar således även kapitallånets kapitalbelopp och räntan på vinstandelslånet.⁶⁸

I de fall de två typerna av lån kombineras, och såväl lånets kapitalandel som räntan på lånet således är baserat på bolagets finansiella ställning, är de ekonomiska rättigheter för det skuldebrev som utfärdas jämförbara med de ekonomiska rättigheter som följer av ett aktieinnehav.⁶⁹ Skuldebrevet medför emellertid inte någon rätt att delta vid och rösta på bolagsstämman och långivaren av ett kombinerat vinst- och kapitalandelslån åtnjuter inte heller det minoritetsskydd som tillfaller innehavaren av en aktie. Anledningen till att kapitalandelslån enligt tidigare lagstiftning var förbjudna var att ett kombinerat vinst- och kapitalandelslån innebär att långivaren får stå en risk motsvarande ett aktieinnehav utan att få ta del av de förvaltningsrättigheter som följer av aktieinnehavet.⁷⁰

Då skuldebrevet innebär att långivaren är i besittning av ekonomiska rättigheter motsvarande de som följer av ett aktieinnehav men saknar rösträtt finns det anledning att jämföra det kombinerade kapital- och vinstandelslånet med en rösträttslös aktie. Med undantag av det för aktien tillhörande minoritetsskyddet kan således det faktum att gällande rätt numera tillåter kombinerade kapital- och vinstandelslån betraktas som att svensk rätt möjliggör för aktiebolag att erhålla yttre finansiering på ett vis som motsvarar en emission av rösträttslösa aktier trots förbudet mot aktier utan rösträtt.⁷¹

Det kan därmed ifrågasättas varför förbudet mot kapitalandelslån upphävdes samtidigt som aktiebolags bruk av röstvärdesdifferentiering kritiserades. I skälen till 2005 års ABL anfördes att lagstiftningen bör utformas på ett sätt som möjliggör för aktiebolag att fritt välja den finansieringsform som anses lämpligast, under förutsättning att aktieägare, borgenärer och övriga intressenter i bolaget inte utsätts för olägenheter så som oacceptabelt höga och oförutsebara risker. Mot bakgrund av det ökade antalet aktörer som bedriver verksamhet i vilken finansiella instrument analyseras utifrån dess förväntade risk ansågs

⁶⁸ Nerep och Samuelsson, Lexino: kommentar till 11 kap. 11 § ABL.

⁶⁹ Nerep och Samuelsson, Lexino: kommentar till 11 kap. 11 § ABL.

⁷⁰ Dotevall, 2015, s. 163.

⁷¹ Johansson, 2014, s. 237.

inte kapitalandelslånet medföra en sådan oförutsebar risk att ett förbud fortfarande kunde anses motiverat. Därtill anfördes som skäl att liknande finansiella instrument tillåts i länder jämförbara med Sverige.⁷²

⁷² Prop. 2004/05:85 s. 368.

3 Komparativ utblick

3.1 Inledning

Svårigheterna med harmoniseringen av associationsrätten i allmänhet och takeover-direktivet i synnerhet som det redogjordes för i det föregående avsnittet kan ha sin förklaring i att det råder en intressekonflikt mellan två olika rättstraditioner, den anglo-amerikanska rättstraditionen å ena sidan och den kontinentaleuropeiska rättstraditionen å andra sidan.⁷³ Att olika länders rättssystem kategoriseras enligt vilken rättstradition det tillhör är vanligt förekommande inom den komparativa metoden och ett verktyg för att på ett pedagogiskt vis göra en annars svåröverskådlig och komplex jämförelse mer lättillgänglig.⁷⁴

Ändamålet med detta avsnitt är att undersöka hur andra rättssystem valt att utforma regleringen av aktiers olika rättigheter och jämföra likheter och skillnader mellan de olika rättssystemens regleringar. För att underlätta undersökningen och göra den mer lättöverskådlig kommer rättssystemen att grupperas och presenteras utifrån den rättstradition som rättssystemet kan anses tillhöra. I civilrättsliga sammanhang är det inte ovanligt att de rättssystem som är av relevans för framställningen delas in i en anglo-amerikansk, en kontinentaleuropeisk och en nordisk rättstradition.⁷⁵ I vart och ett av de länder vars rättsordning kommer att undersökas är de olika bolagsformerna vidare föremål för respektive lands kod för bolagsstyrning. Även de olika ländernas bolagsstyrningskoder kan grupperas och likt indelningen av ländernas regleringar inom civilrättens område brukar en distinktion göras mellan den anglo-amerikanska koden för bolagsstyrning, den kontinentaleuropeiska koden för bolagsstyrning samt den nordiska koden för bolagsstyrning.⁷⁶

Det följer således naturligt för avsnittet att följa en liknande uppdelning av rättssystemen. I avsnittet kommer således rättsordningarna i USA och England att grupperas i den anglo-amerikanska rättstraditionen och den kontinentaleuropeiska rättstraditionen kommer att bestå av rättsordningarna i Tysk-

⁷³ Stattin, 2009, s. 97.

⁷⁴ Valguarnera, 2013, s. 149.

⁷⁵ Valguarnera, 2013, s. 149 f.

⁷⁶ Skog & Lidman, 2016, s. 8.

land, Frankrike och Italien. Slutligen kommer rättsordningarna inom den nordiska rättstraditionen att undersökas där samtliga nordiska länder omfattas av undersökningen.

3.2 Anglo-amerikanska rättssystem

3.2.1 USA

Innan den amerikanska regleringen av röstvärdesskillnader kan behandlas måste det amerikanska rättssystemet kortfattat förklaras. I USA:s konstitution, som utgör grunden för det amerikanska rättssystemet, anges att all makt som inte uttryckligen i konstitutionen medges den federala regeringen ska tillfalla varje individuell delstat.⁷⁷ Beträffande den associationsrättsliga regleringen omfattas inte rättsområdet av den makt som enligt konstitutionen medges den federala regeringen vilket innebär att varje delstat i USA har en individuell associationsrättslig reglering.⁷⁸ Att viss lagstiftning och makt enligt konstitutionen tillfaller USA:s delstater kan medföra svårigheter vid jämförelser mellan nationella staters lagstiftning då utformningen av gällande rätt i stort kan skilja sig från delstat till delstat och således är det inte sällan utan besvär att bestämt ange vad som utgör gällande rätt i USA som nationell stat. Lyckligtvis är besvären emellertid inte lika omfattande beträffande lagstiftning inom associationsrättens område. På grund av den historiskt sett mer fördelaktiga lagstiftningen ur företagens perspektiv i delstaten Delaware har Delaware sedan början av 1900-talet dominerat övriga delstater beträffande antalet registrerade företag. I USA finns en beteckning av de 500 största bolagen, *fortune 500*, och bland dessa företag är mer än hälften registrerade i Delaware.⁷⁹

Utöver den vägledning som ges av gällande rätt i Delaware har tolkningen av amerikansk associationsrätt underlättats ytterligare genom antagandet av Model Business Corporation Act.⁸⁰ En model act är ett förslag till lagstiftning som ges ut av Uniform Law Commission i syfte att harmonisera delstaternas lagstiftning inom områden där regleringen har varit särskilt divergerande. Mer än hälften av USA:s delstater har anslutit sig till MBCA och har därmed

⁷⁷ Bartos, 2006, s. 1.

⁷⁸ Carlson, 2004, s. 179.

⁷⁹ Hamilton & Freer, 2011, s. 44.

⁸⁰ Citeras MBCA.

en associationsrättslig reglering som mer eller mindre är i enlighet med lydelsen av den senast antagna MBCA.⁸¹ Vid behov av rättslig vägledning beträffande den amerikanska regleringen av aktiebolaget brukar således som utgångspunkt ses till lagstiftningen i Delaware samt MBCA.⁸²

Av § 6.01(a) MBCA och § 102(a)(4) Delaware General Corporation Law⁸³ anges som utgångspunkt, i likhet med svensk rätt, att varje aktie i ett amerikanskt aktiebolag ska vara förenad med lika rättigheter. Enligt de angivna bestämmelserna får det emellertid anges i bolagsordningen att olika aktieslag får emitteras med olika ekonomiska rättigheter eller förvaltningsrättigheter. Av 6.01(c)(1) MBCA och 151(a) DGCL följer vidare att det i bolagsordningen får anges att olika aktieslag ska ha olika rösträtt, utan begränsning av röstvärdesdifferensen, och det anges även att bolag får emittera aktier som helt saknar röstvärde. Någon bestämmelse motsvarande den i 4 kap. 5 § ABL angivna differensbegränsningen om 1:10 saknas och som noterats anges det uttryckligen att röstlösa aktier är tillåtna. Det är vanligt förekommande bland amerikanska bolag att i bolagsordningen ange att preferensaktier ska sakna rösträtt i frågor som inte rör utdelning, en mer omfattande begränsning än den bland svenska bolag förekommande bolagsordningsföreskriften om att preferensaktier ska vara förenade med ett lägre röstvärde.⁸⁴ Enligt § 221 DGCL föreligger inte heller något hinder för amerikanska bolag att införa föreskrifter i bolagsordningen som anger att innehavare av obligationer ska ha rätt att rösta på bolagsstämman vid beslut i särskilda ärenden, ett förhållande som medför att obligationsinnehavare kan ha rätt att rösta på bolagsstämman samtidigt som innehavare av ett visst aktieslag saknar sådan rätt.⁸⁵

3.2.2 England

De två bolagsformerna i engelsk rätt, *Limited Company, Ltd*, och *Public Limited Company, PLC*, regleras i *Companies Act of 2006*⁸⁶. Den främsta skillnaden mellan bolagsformerna är att aktierna i ett Ltd inte får vara föremål för handel på en reglerad marknad.⁸⁷

⁸¹ Hamilton & Freer, 2011, s. 46.

⁸² Carlson, 2004, s. 179.

⁸³ Citeras DGCL.

⁸⁴ Gevurtz, 2000, s. 121.

⁸⁵ Easterbrook & Fischel, 1996, s. 63.

⁸⁶ Citeras CA.

⁸⁷ Dotevall, 2015, s. 74.

I CA 2006 förekommer ingen bestämmelse som likt 4 kap. 5 § ABL begränsar de engelska bolagens möjlighet att emittera aktier med skilda förvaltningsrättigheter. Det står således engelska bolag fritt att välja att emittera aktier med lika röstvärde, aktier med skilda röstvärden utan begränsning av röstvärdesdifferensen mellan aktieslagen eller aktier som helt saknar röstvärde.⁸⁸ Till skillnad från den svenska regleringen råder således ingen begränsning av röstvärdesdifferentiering och därmed inget förbud mot röstlösa aktier. Förekomsten av röstlösa aktier i England har emellertid varit föremål för kritik, kritik som dock inte har lett till någon förändring av varje sig lagstiftning eller marknadsplatsernas inställning. London Stock Exchange, LSE, tillåter notering av röstlösa aktier, förutsatt att det klart framgår att det med aktieinnehavet inte följer någon rösträtt på bolagsstämman. Det bör även nämnas att preferensaktier visserligen innehar en begränsad rösträtt men att röstlösa preferensaktier inte är särskilt vanligt förekommande. Till skillnad från svensk sedvana är det i England vanligt att innehavare av preferensaktier får rösta i frågor som rör utdelning till preferensaktieinnehavare.⁸⁹ Förekomsten av röstlösa aktier i engelska publika bolag har emellertid minskat i relation till tidigare år.⁹⁰

3.3 Kontinentaleuropeiska rättssystem

3.3.1 Frankrike

De tre främsta bolagsformerna i fransk rätt är SA, SAS och SARL. Likt de engelska bolagsformerna görs i fransk rätt en indelning av privata och publika aktiebolag genom att varken ett SARL eller ett SAS får erbjuda sina aktier till allmänheten medan aktierna i ett SA ska vara föremål för handel på en reglerad marknad.⁹¹ Enligt art. L223-28 i den franska motsvarigheten till ABL, Code de Commerce⁹², gäller förhållandet att en aktie i ett SARL motsvarar en röst på bolagsstämman och någon röstvärdesdifferentiering av aktierna i ett SARL är inte tillåten enligt fransk rätt. Nämnada huvudregel gäller även för ett SA. Av L225-123 CC framgår emellertid att det finns en viss möjlighet att låta röstvärdet för aktier i ett SA frångå huvudregeln om en aktie – en röst. I bestämmelsen anges att det kan föreskrivas i bolagsordningen att en aktie som innehavts av samma person i mer än två år kan ges ett fördubblat röstvärde i

⁸⁸ Dine & Koutsias, 2014, s. 70.

⁸⁹ Dine & Koutsias, 2014, s. 71.

⁹⁰ Dotevall, 2015, s. 162.

⁹¹ Varrenti, 2011 s. 120.

⁹² Citeras CC.

förhållande till ordinarie aktier. Aktiens fördubblade röstvärde upphör att gälla i fall aktien överförs till en ny ägare.⁹³ För ett SA och ett SAS gäller vidare att bolagsformerna får emittera preferensaktier förenade med dubbelt röstvärde utan förutsättningen om minst två års ägande.⁹⁴ Det nämnda medför således att fransk rätt medger en begränsad möjlighet till dubbelt röstvärde för aktier i ett SA, men att det som huvudregel gäller att röstvärdesdifferentiering inte är tillåten.

3.3.2 Tyskland

Inledningsvis bör det klargöras att de olika bolagsformerna som medges av tysk rätt skiljer åt i förhållande till de svenska bolagsformerna. I likhet med bolagsformerna i England och i Frankrike rymmer tysk rätt två olika bolagsformer som kan anses motsvara det svenska aktiebolaget men till skillnad från fransk och engelsk rätt regleras de olika bolagsformerna i två olika lagar. Till att börja med kan verksamhet bedrivas i ett GmbH, som är den vanligaste bolagsformen i Tyskland för små och medelstora verksamheter och vars aktier inte är föremål för handel på publika marknader.⁹⁵ För ett GmbH är det möjligt att emittera aktier med olika röstvärde samt att ange föreskrift i bolagsordningen om att aktier ska ha skilda röstvärden vid vissa beslut. Det är även tillåtet enligt tysk rätt för ett GmbH att emittera aktier som helt saknar rösträtt.⁹⁶

Den vanligaste bolagsformen för storskalig verksamhet i Tyskland är AG som regleras av aktiengesetz⁹⁷. Ett AG är i alla avseenden likt det svenska aktiebolaget med undantag av att en revisor inte finns bland bolagsorganen.⁹⁸ I 12 § p. 1 AktG anges den tyska motsvarigheten till ABL:s likhetsprincip och enligt bestämmelsen gäller som huvudregel att en aktie i ett AG ska motsvara en röst vid bolagsstämman. I 12 § p. 2 AktG anges att aktier inte kan ges ett röstvärde som överstiger huvudregeln om en röst per aktie och röstvärdesdifferentiering är således uttryckligen förbjudet i tysk rätt.

⁹³ Dotevall, 2015, s. 161.

⁹⁴ Varrenti, 2011, s. 120.

⁹⁵ Zekoll & Reiman, 2005, s. 143.

⁹⁶ Dotevall, 2015, s. 161.

⁹⁷ Citeras AktG.

⁹⁸ Ek, 2000, s. 253.

3.3.3 Italien

Den vanligaste bolagsformen i Italien tillika den italienska motsvarigheten till det svenska aktiebolaget är *Società per Azioni*, förkortat S.p.A. För ett S.p.A. gäller enligt italiensk rätt en huvudregel motsvarande likhetsprincipen i ABL om att samtliga aktier i bolaget ska ha lika ekonomiska rättigheter och förvaltningsrättigheter. Likheterna med svensk rätt består även i att den italienska rättsordningen rymmer undantagsbestämmelser om att aktier av olika slag kan emitteras efter föreskrift i bolagsordningen.⁹⁹ Nämnda undantagsbestämmelser skiljer sig emellertid från svensk rätt i det att aktier med lika ekonomiska rättigheter inte får vara förenade med olika förvaltningsrättigheter och därmed gäller som huvudregel ett förbud mot ett generellt bruk av röstvärdesdifferentiering. För aktier med andra ekonomiska rättigheter än ordinarie aktier i italienska bolag är det däremot tillåtet med röstvärdesdifferentiering med vissa särskilda villkor och under förutsättning att aktier med begränsad rösträtt inte utgör mer än hälften av bolagets aktiekapital. Som exempel medger italiensk rätt att preferensaktier emitteras med en rösträtt som är begränsad till vissa särskilda beslut. Vidare tillåter italiensk rätt ett aktieslag särskilt avsett för mindre investerare, på engelska kallat för *saving shares*. De ekonomiska rättigheter som följer av ett innehav av *saving shares* liknar rättigheterna som följer av preferensaktier genom att innehavaren under vissa omständigheter har företräde vid vinstutdelningar i bolaget och att aktieägaren har ett visst företräde till bolagets kapital vid en eventuell upplösning av bolaget. *Saving shares* är emellertid unika i det att aktierna saknar röstvärde.¹⁰⁰ Trots förbudet mot aktieslag som endast skiljer sig åt beträffande röstvärdet finns det således en begränsad rätt att även emittera röstlösa aktier. Det ska däremot erinras att huvudregeln i italiensk rätt är att varken röstvärdesdifferentierade eller röstlösa aktier får emitteras och att skillnader beträffande förvaltningsrättigheterna endast får införas i aktieslag med skillnader i ekonomiska rättigheter att rösträtten även i sådana fall endast under särskilda omständigheter får begränsas.

⁹⁹ Maisto & Miscali, 1992, s. 44.

¹⁰⁰ Maisto & Miscali, 1992, s. 45 f.

3.4 Nordiska rättssystem

3.4.1 Danmark

I Danmark genomfördes år 2009 en omfattande reform av den danska bolagsrätten som innebar att den tidigare uppdelade lagstiftningen mellan aktiebolag, genom ASL, och enkla bolag, genom APSL, upphörde att gälla och att en ny lag tillämplig på samtliga bolagsformer trädde i kraft, *selskabsloven*¹⁰¹.¹⁰² Av 45 § SL gäller att ett danskt aktiebolag får emittera aktier av olika aktieslag och att de ekonomiska rättigheterna och förvaltningsrättigheterna ska vara lika mellan aktieslagen. Även dansk rätt rymmer emellertid omfattande undantagsbestämmelser till den nämnda huvudregeln. Av 67 § i den fram till år 2009 gällande ASL gällde beträffande publika aktiebolag en reglering motsvarande den svenska med ett förbud mot emissioner av röstlösa aktier och en högsta tillåten röstvärdesdifferens mellan aktieslagen om 1:10.¹⁰³ Under den senare tillkomna och fortfarande relativt sett nya aktiebolagslagstiftningen i Danmark gäller enligt 46 § SL för såväl publika som privata A/S att bolaget får emittera aktier med olika röstvärden utan någon begränsning av röstvärdesdifferensen samt även ge ut aktier helt utan röstvärde. Det är vidare tillåtet, även enligt tidigare lagstiftning, att emittera aktier med olika ekonomiska rättigheter till utdelning och tilldelning av kapital vid bolagets upplösning.¹⁰⁴

3.4.2 Finland

1 kap. 7 § i den finska aktiebolagslagen, *osakeyhtiölaki*¹⁰⁵, rymmer den finska motsvarigheten till huvudregeln om att samtliga aktier ska vara förenade med lika rättigheter och att varje aktie ska motsvara en röst på bolagsstämman. Av 3 kap. 1 § OyL framgår emellertid att aktier kan ges ut av olika slag och att de olika aktieslagen kan vara förenade med olika ekonomiska rättigheter och förvaltningsrättigheter. Skillnaderna mellan aktieslagen ska anges i bolagsordningen. Enligt 3 kap. 3 § OyL kan de olika aktieslagen förenas med olika röstvärden och bestämmelsen anger även att det är möjligt för finska bolag att emittera aktier som helt saknar röstvärde. Röstlösa aktier får enligt 3 kap. 4 § OyL inte vara förenade med mindre omfattande rättigheter i övrigt i relat-

¹⁰¹ Citeras SL.

¹⁰² Schans Christensen, 2014, s. 49.

¹⁰³ Lau Hansen, 2003, s. 150.

¹⁰⁴ Fleckner & Hopt, 2013, s. 376.

¹⁰⁵ Citeras OyL.

ion till andra aktieslag. Således får inte röstlösa aktier vara förenade med begränsningar av aktiernas ekonomiska rättigheter eller övriga förvaltningsrättigheter. 3 kap. 4 § OyL anger vidare att röstlösa aktier ska förenas med rösträtt i beslut som rör utdelning i fall då utdelning till aktien inte har genomförts inom åtta månader från slutet av förevarande räkenskapsår.

3.4.3 Norge

Av 4–1 § lov om aksjeselskaper¹⁰⁶ följer att det enligt norsk rätt, i likhet med svensk, dansk och finsk rätt, som huvudregel gäller att samtliga aktier ska vara förenade med lika rättigheter. I bestämmelsen anges även att undantag får göras, bestående i att aktier av olika slag får ges ut och att villkoren för de olika aktieslagen ska anges i bolagsordningen. Enligt 5–4 § AS är röstlösa aktier tillåtna enligt norsk rätt och det föreligger inte någon gräns för storleken på röstvärdesdifferensen mellan aktier med olika röstvärde. En begränsning gäller emellertid som innebär att aktier med högre eller lägre röstvärde än vad som motsvarar en röst per aktie inte får utgöra mer än hälften av det totala antalet aktier i bolaget.¹⁰⁷ I den norska koden för bolagsstyrning anges dock en rekommendation om att norska aktiebolag endast bör ge ut aktier av ett enda aktieslag med lika rättigheter för samtliga aktier och förekomsten av röstvärdesdifferentierade aktier bland norska publika aktiebolag är inte närmelsevis lika omfattande som på svenska och danska aktiemarknader.¹⁰⁸

3.4.4 Island

I likhet med lagstiftningen i övriga nordiska länder rymmer art. 20 § i den isländska aktiebolagslagen en huvudregel om lika rättigheter i bolagets aktier med möjlighet till undantag efter föreskrift i bolagsordningen. I det fall ett bolag emitterar aktier av olika slag ska de olika aktieslagen och dess skillnader i rättigheter anges i bolagsordningen. Bestämmelsen anger som exempel på aktieslag att bolag kan emittera aktier som saknar rösträtt. Enligt isländsk rätt är det således tillåtet med röstlösa aktier och det föreligger inte någon begränsning av differensen mellan skillnaden i röstvärde i de olika aktieslagen. Inte heller anges någon uttrycklig gräns motsvarande den i norsk rätt om att en viss andel av det totala antalet akter som måste vara förenad med rösträtt.¹⁰⁹

¹⁰⁶ Citeras AS.

¹⁰⁷ Lau Hansen, 2003, s. 150.

¹⁰⁸ Fleckner & Hopt, 2013, s. 736.

¹⁰⁹ Lau Hansen, 2003, s. 150.

3.5 Marknadsplatsers regelverk

I avsnittet har det redogjorts för regleringen av röstvärdesdifferenser och röstlösa aktier i Norden, Europa och USA. Trots att nationell lagstiftning tillåter företag att ge ut aktier med olika röstvärde eller aktier utan röstvärde är det beträffande publika bolag i slutändan aktiemarknaderna i respektive land som avgör om aktier med skilda röstvärden ska bli föremål för allmän handel eller inte. Nedan följer två exempel på när röstvärdesskillnader varit i fokus vid diskussionen om hur olika marknadsplatser bör utforma sin reglering av noteringar av aktier med röstvärden som avviker från principen om en röst per aktie.

3.5.1 New York Stock Exchange

På den amerikanska aktiemarknaden har emissioner av röstlösa och rösträttskilda aktier varit föremål för en omfattande diskussion under det senaste århundradet. År 1926 beslutade New York Stock Exchange, NYSE, att införa ett förbud mot såväl röstlösa som röstvärdesdifferentierade aktier.¹¹⁰ Förbudet gällde fram till år 1985 då NYSE valde att under en provotid tillåta förekomsten av röstvärdesskilda aktier på marknaden, till stor del på grund av att Nasdaq och American Stock Exchange inte hade ett motsvarande förbud och NYSE därmed förlorade aktiebolag till de andra aktiemarknaderna på grund av förbudet mot röstvärdesdifferentiering. Förfarandet möttes av stark kritik, bland annat från den amerikanska finansinspektionen, SEC, som framförde sitt missnöje med det växande bruket av aktier med skilda röstvärden och rådde NYSE att återinföra förbudet.¹¹¹ NYSE valde emellertid att gå emot SEC:s rekommendationer och, i likhet med Nasdaq, upphäva förbudet genom införande av 313 (B) § i NYSE Listed Company Manual som är gällande än idag och som anger att såväl röstvärdesskilda som röstlösa aktier är tillåtna för handel på marknaden.¹¹²

3.5.2 Hong Kong Stock Exchange

Hong Kong Stock Exchange, HKSE, har sedan år 1987 förbjudit notering av röstvärdesdifferentierade aktier men i regelverket för HKSE finns en bestämmelse som anger att aktier av olika slag med skillnader i röstvärde får noteras om det kan anses motiverat av synnerliga skäl. Än så länge har emellertid

¹¹⁰ Bebchuk & Kastiel, 2017, s. 10 f.

¹¹¹ Descovich et al., 2017, s. 2.

¹¹² Dotevall, 2015, s. 161.

ingen notering genomförts med tillämpning av den nämnda undantagsbestämmelsen.¹¹³ Förbudet att notera röstvärdesskilda aktier på HKSE gav under år 2013 upphov till en konflikt mellan börsen och e-handelsföretaget Alibaba. Alibaba är ett företag registrerat i Kina som under senare år har vuxit i popularitet och storlek och kan jämföras med aktörer som Amazon, Google, Yahoo och Facebook. År 2013 hade Alibaba som ambition att notera sina aktier på HKSE i två olika, röstvärdesskilda, aktieslag i syfte att låta företagets grundare behålla kontrollen över företaget. Alibaba bad således HKSE att tillämpa undantagsbestämmelsen och att tillåta företaget att emittera röstvärdesdifferentierade aktier. HKSE valde dock att stå fast vid förbudet vilket fick till följd att Alibaba vände sig till den amerikanska aktiemarknaden genom NYSE och Nasdaq för notering av sina aktier.¹¹⁴ I efterdyningarna av förhandlingarna mellan Alibaba och HKSE har kritik riktats mot HKSE:s beslut att avstå från notering av Alibabas aktier och interna utredningar har pågått kring frågan om börsens regelverk bör ändras. Delvis på grund av den kinesiska finansinspektionens motstånd har HKSE i oktober 2017 valt att avsluta försöken att förändra regleringen och principen om en röst per aktie kvarstår.¹¹⁵

3.6 Sammanfattning

Av redogörelsen av hur de olika ländernas lagstiftning är utformad framkommer att rättssystemen i olika grad möjliggör för aktiebolag att ge ut aktier med olika röstvärde och i vissa fall även aktier helt utan rösträtt. I vissa länder är området relativt oreglerat och det står i aktiebolagen fritt att bestämma vilka rättigheter aktierna som emitteras ska vara förenade med. I andra länders reglering begränsas möjligheterna att emittera röstvärdesskilda aktier och en bestämmelse som generellt tillåter röstvärdesskillnader saknas.

Inledningsvis i detta avsnitt gjordes en indelning av rättssystemen i olika rättstraditioner där länderna delades in i en anglo-amerikansk, en kontinentaleuropeisk samt en nordisk rättstradition. Det bör emellertid beaktas att rättstraditioner vars rättsordningar inom ett visst rättsområde kan anses ha gemensamma drag kan ha vitt skilda regleringar inom ett annat rättsområde.¹¹⁶ Av undersökningen av gällande rätt i de olika rättssystemen och av hur de olika länderna valt att utforma regleringen av aktiers röstvärde följer att det finns

¹¹³ Bebchuk & Kastiel, 2017, s. 14.

¹¹⁴ Wei & Young, 2014, s. 4 f.

¹¹⁵ Wong, *The Wall Street Journal*.

¹¹⁶ Bogdan, 2003, s. 149.

flera likheter mellan rättssystem inom olika rättstraditioner, samtidigt som regleringen kan skilja sig åt mellan rättssystem som tillhör samma rättstradition.

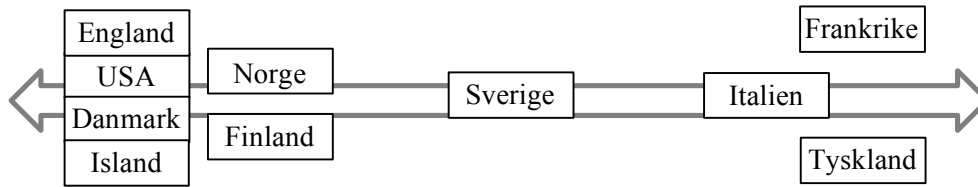
För aktiebolag i såväl USA som England gäller ingen begränsning beträffande möjligheten att emittera aktier med skilda röstvärden eller att ge ut röstlösa aktier. Samtidigt gäller enligt de kontinentaleuropeiska rättssystemen att möjligheterna är mer begränsade och för publika bolag i Tyskland och Frankrike gäller ett förbud mot röstlösa aktier. Italienska publika aktiebolag får visserligen emittera saving shares utan rösträtt men på grund av att sådana aktier endast kan emitteras i särskilda fall och i en begränsad omfattning får även italiensk rätt anses medge begränsade möjligheter till röstvärdesdifferentiering. I de kontinentaleuropeiska rättssystemen gäller dessutom att det är förbjudet att emittera aktier av olika slag om den enda skillnaden mellan aktieslagen är skillnader i röstvärde. Av undersökningen av de kontinentaleuropeiska och de anglo-amerikanska rättssystemen följer således att det finns klara likheter beträffande regleringen av rättsområdet mellan länderna som ingår i respektive rättstradition.

Beträffande de nordiska rättssystemen kan emellertid inte samma åtskillnad göras. Av undersökningen framgår att aktiebolag i samtliga nordiska länder utöver Sverige har möjlighet att föreskriva i bolagsordningen att helt röstlösa aktier ska kunna ges ut. Lagstiftningen i Danmark och Island är lik de anglo-amerikanska rättssystemen i det att röstlösa aktier får emitteras utan begränsning. Även i Finland och Norge gäller att röstlösa aktier får emitteras, dock med vissa begränsningar i beaktande.

I vilken grad de olika rättssystemen möjliggör för röstvärdesdifferentiering kan illustreras genom att länderna placeras in i ett spektrum. I vissa länders lagstiftning råder inga begränsningar alls och således omfattande möjligheter till emittering av röstskilda aktier, samtidigt som möjligheterna i andra länder i princip är obefintliga. Av skäl som kommer framgå av den rättsekonomiska undersökningen i avsnitt fem utgår illustrationen av spektrumet från röstvärdesdifferentieringen i publika aktiebolag. Mer detaljerat skulle i sådana fall spektrumet utgöras av de anglo-amerikanska och nordiska rättssystemen med undantag av Sverige å ena sidan där helt röstlösa aktier tillåts och en kontinentaleuropeisk reglering å andra sidan som i hög grad omöjliggör för emittering av aktier med skilda röstvärden. Den svenska regleringen, som delar likheter med bägge sidor av spektrumet, placeras således i mitten av spektrumet då ABL visserligen tillåter röstvärdesskillnader i aktier men dels rymmer en begränsning om differensen mellan röstvärdena, dels rymmer ett förbud

mot röstlösa aktier. Spektrumet skulle under dessa förutsättningar anta formen nedan.

← *Omfattande möjligheter till röstvärdesdifferentiering*



Begränsade möjligheter till röstvärdesdifferentiering →

4 Rättsekonomisk teori

4.1 Rättsekonomiska grundantaganden

4.1.1 Rationalitetsantagandet

En av grunderna i den rättsekonomiska analysen är antagandet om att alla individer är rationella varelser som strävar efter att öka sin individuella nytta genom att fatta rationella beslut utifrån sina personliga preferenser. För att den enskilde individen ska kunna göra rationella val förutsätter rationalitetsantagandet att individen har fullständig information om marknaden och således även fullständig information om vilka rationella val som kan och bör göras utifrån de personliga preferenserna.¹¹⁷ Individen kommer således att utvärdera samtliga valmöjligheter och värdera dessa i termer av mängden nytta varje valmöjlighet genererar med hänsyn till individens subjektiva preferenser.¹¹⁸ För att det ska vara möjligt för individen att fatta rationella beslut förutsätter rationalitetsantagandet dels att individen är förmögen att värdera de olika handlingsalternativen utifrån hur mycket nytta varje alternativ genererar för individen, dels att individen utifrån värderingen i varje situation kommer att välja det alternativ som genererar störst mängd nytta.¹¹⁹

För att förstå syftet med den rättsekonomiska metoden och innebörden av rationalitetsantagandet är det av vikt att förtydliga den förekommande begrepps-användningen. När det talas om rättsekonomi och en strävan efter nyttomaximering kan en association till utilitarismen anses vara nära till hands, och vissa grenar inom utilitarismen har gemensamt med rättsekonomin att nyttan anges som ett mått för individers preferenstillfredsställelse. Rättsekonomin och utilitarismen skiljer sig emellertid åt beträffande att syftet med nyttomaximeringen inom rättsekonomin är att uppnå en maximal nivå av samhälleligt välstånd, medan utilitaristen strävar efter att maximera mängden nytta i samhället. En vara genererar enligt rättsekonomen störst mängd nytta om det sker en allokering av varan till den individ som är beredd att betala ett högre pris än någon annan för att erhålla varan. Om en individ utifrån sina personliga preferenser värderar en vara högre än en annan individ ska varan således ge-

¹¹⁷ Bastidas Venegas, 2013, s. 178.

¹¹⁸ Veljanovski, 2007, s. 30.

¹¹⁹ Petersen & Towfigh, 2015, s. 22.

nom handel föras över till den individ som är beredd att stå den högsta kostnaden för varan. På så vis uppnås den största mängden nytta och transaktionen kan anses ekonomiskt effektiv.¹²⁰

Utöver nyttan förekommer även begreppet välstånd som en benämning på den totala nyttan en viss transaktion tillför samhället. Det totala välståndet av en transaktion utgörs inte av det faktiska priset på varan i transaktionen utan istället av skillnaden mellan det faktiska transaktionspriset och köparens respektive säljarens individuella värdering av varan.¹²¹ Om en köpare anser att en vara är värd 12 kr, säljaren anser att samma vara är värd 6 kr och parterna kommer överens om ett transaktionspris om 8 kr är den totala samhällliga välståndsökningen av transaktionen således 6 kr vilket är summan av skillnaden mellan transaktionspriset och köparens respektive säljarens reservationspris.

Rationalitetsantagandet har varit måltavla för en del av den kritik som riktats mot den rättsekonomiska analysen, där kritiken till stor del har bestått i att individen i verkligheten saknar fullständig information och således är oförmögen att fatta rationella beslut.¹²² Som försvar mot kritiken brukar från rättsekonomers sida anföras att rationalitetsantagandet är nödvändigt för att i teorin förutse hur olika individer kommer att agera och att det ligger på den empiriska forskningens bord att verifiera eller dementera de teoretiska antagandena.¹²³

4.1.2 Ekonomisk effektivitet

Inom rättsekonomin förekommer två olika standarder för att definiera ekonomisk effektivitet. Ekonomisk effektivitet kan antingen avse *Paretoeffektivitet* eller *Kaldor-Hicks-effektivitet*. En åtgärd, reglering eller liknande är Pareto-effektiv om den ökar nyttan för en individ eller grupp utan att samtidigt minska nyttan för en annan individ eller grupp. Enligt standarden för Pareto-effektivitet gäller således att en åtgärd är rättsekonomiskt försvarbar om den leder till att minst en individ får det bättre till följd av åtgärden samtidigt som ingen annan individ får det sämre.¹²⁴ Kaldor-Hicks-effektivitet föreligger i sin tur om den totala nyttan blir högre, utan att hänsyn tas till huruvida åtgärden

¹²⁰ Posner, 2014, s. 14.

¹²¹ Posner, 2014, s. 16.

¹²² Bastidas Venegas, 2013, s. 194.

¹²³ Bastidas Venegas, 2013, s. 195.

¹²⁴ Petersen & Towfigh, 2015, s 12.

har en negativ påverkan på specifika grupper eller individer i samhället. Enligt Kaldor-Hicks-standarden föreligger således ekonomisk effektivitet om de positiva effekterna för de som gynnas av en viss reglering eller åtgärd överskrider de negativa effekterna som regleringen eller åtgärden har på andra grupper eller individer.¹²⁵

Kaldor-Hicks-standarden kan emellertid kritiseras för att den inte tar hänsyn till enskilda individers rättigheter eller autonomi utan kan rättfärdiga tvångsmässiga transaktioner och regleringar som innebär att den enskilda individen offras till förmån för samhället som helhet. Vid en rättsekonomisk analys av en transaktion eller reglering utifrån Pareto-standarden värnas å andra sidan om den enskildes autonomi och rättigheter genom att individens nytta såväl innan som efter transaktionen eller regleringens utförande iakttas i syfte att undersöka om den aktuella åtgärden leder till en minskad nytta för någon individ och därmed är att betrakta som ineffektiv. Det anförda innebär dessutom att Pareto-standarden till skillnad från Kaldor-Hicks-standarden endast kan rättfärdiga frivilliga transaktioner då ingen individ kommer acceptera en transaktion eller reglering som skulle leda till en minskning av deras nytta.¹²⁶

4.1.3 Reservationspris och kvasiränta

Förutsatt att rationalitetsantagandet gäller och marknadens aktörer agerar i syfte att i så hög grad som möjligt tillfredsställa de individuella preferenserna är all handel som bedrivs frivilligt på marknaden Pareto-effektiv. Detta följer av att ingen aktör frivilligt kommer att ingå ett avtal som minskar den individuella nyttan. Inom rättsekonomisk teori talas om *reservationspriset* som det subjektiva värdet av en vara utifrån den egna individens preferenser. Handel kan således förklaras av att transaktioner kommer att genomföras så länge en köparens reservationspris för en vara är högre än det reservationspris som säljaren utifrån sina preferenser anser att varan är värd. Om priset i en transaktion är lägre än köparens reservationspris och högre än säljarens reservationspris medför transaktionen en välståndsökning motsvarande differensen mellan köparens och säljarens respektive reservationspris och priset på varan.¹²⁷ Den totala välståndsökningen i samhället utgörs således av:

$$\begin{aligned} \text{Total välståndsökning} = & \\ & (\text{Försäljningspriset} - \text{Säljarens reservationspris}) \\ & + (\text{Köparens reservationspris} - \text{Försäljningspriset}) \end{aligned}$$

¹²⁵ Bastidas Venegas, 2013, s. 176 f.

¹²⁶ Bastidas Venegas, 2013, s. 177.

¹²⁷ Dahlman, Glader & Reidhav, 2004, s. 76.

Oavsett vilket pris som bestäms i transaktionen kommer således den slutliga välståndsökningen för samhället att vara densamma. Vid ett högre pris ökar säljarens välstånd samtidigt som köparens välstånd minskar i samma omfattning och vice versa. Således kan den totala välståndsökningen förenklas till:

$$\text{Total välståndsökning} = \\ \text{Köparens reservationspris} - \text{Säljarens reservationspris}$$

Skillnaden mellan köparens och säljarens reservationspris benämns inom rättsekonomisk teori för *kväsiräntan* av transaktionen. Med andra ord är kväsiräntan den totala välståndsökning som sker i samhället till följd av transaktionen. Då frivilliga transaktioner enligt rationalitetsantagandet alltid kommer att genomföras om köparen värderar varan högre än säljaren och således generera en positiv kväsiränta bör samhället sträva efter att möjliggöra för att samtliga frivilliga transaktioner genomförs för att på så vis uppnå ekonomisk effektivitet.¹²⁸

4.1.4 Frånvaro av marknadsmisslyckanden

En av grunderna inom mikroekonomisk teori är marknadsmodellen för utbud och efterfrågan. Även om modellen inte kommer att ges något större utrymme i framställningen är teorin om marknadsmodellen central för förståelsen av ekonomisk effektivitet och av vikt för förståelsen av övriga teorier som kommer att behandlas i detta och nästkommande avsnitt. I marknadsmodellen anges konsumenters efterfrågan och producenternas utbud och när marknaden är i jämvikt, det vill säga då utbudskurvan och efterfrågekurvan skär varandra, råder optimal handel på marknaden. Marknadsjämvikten ger uttryck för ett tillstånd som är Paretoeffektivt då varken producenter eller konsumenter kan få det bättre utan att den andra aktören får det sämre.¹²⁹ För att marknadsjämvikt ska råda förutsätter emellertid marknadsmodellen att ett antal villkor är uppfyllda. Avvikelser från dessa villkor benämns marknadsmisslyckanden, då marknaden inte kan vara Pareto-optimal så länge något av villkoren inte är uppfyllda.¹³⁰

I uppsatsens inledande avsnitt angavs att ett av ändamålen med rättsekonomin är att undersöka hur lagar och regler bör utformas i syfte att undanröja hinder

¹²⁸ Dahlman, Glader & Reidhav, 2004, s. 77 f.

¹²⁹ Petersen & Towfigh, s. 51.

¹³⁰ Dahlman, Glader & Reidhav, 2004, s. 61.

mot ekonomisk effektivitet.¹³¹ Då marknadsmisslyckanden omöjliggör för Paretooptimal jämvikt kan således förekomsten av marknadsmisslyckanden motivera lagstiftningsåtgärder. Marknadsjämvikt och Paretoeffektivitet är eftersträvansvärt och rättsliga regleringar kan fylla en instrumentell roll för samhällsekonomin genom att undanröja marknadsimperfectionerna.¹³² Därmed är det av vikt inför den rättsekonomiska undersökningen av röstvärdeskillnadernas roll i samhällsekonomin att redogöra för de fyra främsta villkoren, och dess korrelerande marknadsmisslyckanden, som är relevanta vid rättsekonomiska analyser. Dessa fyra är *perfekt konkurrens*, *perfekt information*, *internalisering av kostnader* samt *privata nyttigheter*.¹³³

Perfekt konkurrens

Det första villkoret som krävs för att Pareto-optimal marknadsjämvikt ska vara möjlig är att det råder perfekt konkurrens på marknaden. Perfekt konkurrens föreligger om ingen aktör självmant kan påverka marknadspriset utan att priset snarare är ett uttryck för marknadsaktörernas sammanlagda preferenser.¹³⁴ Perfekt konkurrens på marknaden och således frånvaron av monopolliknande situationer medför att en tillräcklig kvantitet varor produceras för att marknadsjämvikt ska råda. Vid monopol på marknaden kommer inte den efterfrågade kvantiteten att mötas av monopolisten vilket resulterar i ett produktionsunderskott. En sådan situation motverkas av effektiv konkurrenslagstiftning.¹³⁵

Perfekt information

Det andra villkoret för att marknadsjämvikt ska råda är att det förekommer ett perfekt utbyte av information på marknaden. Det innebär att såväl producenter som konsumenter har fullständig information om förhållandena på marknaden. Tanken med rationalitetsantagandet är som framkommit ovan att människan fattar rationella beslut i syfte att i största möjliga mån tillfredsställa sina preferenser. Om ofullständig information råder på marknaden och informationsinnehavet är asymmetriskt i den mening att konsumenten eller producenten har mer information om den specifika varan kan emellertid inte rationella beslut fattas då tillräcklig information saknas. Marknadsmisslyckandet kan medföra att det inte går att bedriva en ömsesidigt gynnande handel.¹³⁶

¹³¹ Petersen & Towfigh, 2015, s. 12.

¹³² Dahlman, Glader & Reidhav, 2004, s. 65.

¹³³ Veljanovski, 2007, s. 38 f.

¹³⁴ Petersen & Towfigh, 2015, s. 50.

¹³⁵ Dahlman, Glader & Reidhav, 2004, s. 61.

¹³⁶ Dahlman, Glader & Reidhav, 2004, s. 64.

Internaliserade kostnader

Som ett tredje villkor för marknadsmodellen gäller att samtliga kostnader som är hänförliga till produktionen av utbudet ska vara internaliserade och således inte drabba någon annan aktör än producenterna. Marknadsmislyckandet i detta fall utgörs av externaliserade kostnader som till exempel kan uppstå om en produktion orsakar en förorening av en markyta som ägs av någon annan än den producerande fabriken. Med externaliserade kostnader kommer kostnadskalkylen för producenterna inte att avspegla de totala kostnaderna för produktionen vilket kommer medföra att marknadsviktnen rubbas och Pareto-effektivitet inte kan uppnås. Även externaliserade kostnader kan motverkas med effektiv lagstiftning, så som i exemplet med föroreningsskador med effektiv miljörettslig lagstiftning om producenters ansvar.¹³⁷ Vissa externaliserade kostnader har emellertid inte en negativ effekt på välbefindandet i samhället utan medför endast en allokering av samhällets välbefindande. En sådan externalisering kan exempelvis uppstå genom att handel av en vara medför prishöjningar eller prissänkningar av en annan vara vilket i sin tur kan påverka producenter och konsumenter som är verksamma på marknaden för den andra varan.¹³⁸ Det totala välbefindandet i samhället påverkas inte då prisförändringen kommer att gynna konsumenten eller producenten lika mycket som den kommer att missgynna den andra parten, men likväl kommer någon av parterna att behöva stå en kostnad för handeln av den förstnämnda varan.

Privata nyttigheter

Slutligen utgår marknadsanalysen från att nyttan är privat vilket innebär att individernas nytta är exklusiv och inte tillfaller någon annan än den som har stått kostnaderna för nyttan. I likhet med att kostnaderna måste vara internaliserade måste även nyttan av det som individen stått kostnaden för inte tillfalla någon annan än individen. Marknadsmislyckanden hänförliga till villkoret om privata nyttigheter benämns kollektiva nyttigheter och innebär att konsumenter kan ta del av nyttigheter som någon annan bär kostnaden för. Kollektiva nyttigheter kan exempelvis vara radioutsändningar eller saltning av vägar. Med kollektiva nyttigheter kommer jämviktskvantiteten vara högre än den producerade volymen då fler konsumenter kan ta del av en mindre volym och det kommer därmed råda produktionsunderskott på marknaden.¹³⁹

¹³⁷ Dahlman, Glader & Reidhav, 2004, s. 62.

¹³⁸ Posner, 2014, s. 14 f.

¹³⁹ Dahlman, Glader & Reidhav, 2004, s. 63.

4.2 Principal/agentteorin

Av diskussionen ovan om marknadsmisslyckanden och dess negativa effekt på utbud och efterfrågan framgår att samhället bör sträva efter att undanröja de imperfektioner som kan uppstå på marknaden i syfte att möjliggöra marknadsjämvikt och Pareto-optimal handel. En teori inom såväl nationalekonomi som företagsekonomi om varför vissa oönskade kostnader uppstår är principal/agentteorin. Grunden för principal/agentteorin är att det runt om i samhället existerar avtalsförbindelser mellan å ena sidan innehavaren av ett intresse, principalen, och å andra sidan en agent som har i uppdrag att förvalta principalens intresse.¹⁴⁰ Sådana avtalsförbindelser kan ta sig uttryck på flera olika sätt och är inte svåra att upptäcka i vår närhet. Det kan vara skomakaren som har i uppdrag att lägga en ny sula på ett par kängor eller en arborist som ska beskära en villaägares alltför vildvuxna äppelträd. Oavsett utformning anses avtalsförhållandet enligt principal/agentteorin i större eller mindre utsträckning medföra två typer av konflikter mellan aktörerna som genererar oönskade kostnader för samhällsekonomin. Den ena problematiken enligt principal/agentteorin grundar sig i aktörernas intressemotsättningar och den andra problematiken har sin grund i aktörernas olika inställning till risk.¹⁴¹

Den första problematiken enligt principal/agentteorin anknyter till marknadsmisslyckandet som korrelerar med perfekt informationsutbyte på marknaden. Det förutsätts således råda ett asymmetriskt informationsförhållande mellan principalen och agenten vilket ger upphov till oönskade kostnader för principalen. Agenten ska enligt avtalet med principalen agera i dennes intresse men under förutsättning att såväl agenten som principalen är rationella nyttomaximerare finns det motiv för agenten att avvika från principalens intresse i de fall ett sådant avvikande leder till en ökad individuell nytta.¹⁴² Således följer att divergerande intressen mellan agenten och principalen i kombination med asymmetrisk information medför att agenten inte till sin fulla kapacitet kommer att fullgöra uppdraget enligt avtalet.¹⁴³ Varför agenten väljer att avvika från den avtalade uppgiften om att tillgodose principalens intressen kan enligt principal/agentteorin förklaras med hjälp av begreppen *moral hazard* och *adverse selection*.¹⁴⁴ Moral hazard innebär att agenten avviker från principalens intresse och agerar opportunistiskt för sin personliga vinning på grund av att sannolikheten för att principalen ska få kännedom om det och agenten således

¹⁴⁰ Eisenhardt, 1989, s. 58.

¹⁴¹ Hill & Jones, 1992, s. 132.

¹⁴² Jensen & Meckling, 1976, s. 308.

¹⁴³ Dahlman, Glader & Reidhav, 2004, s. 196.

¹⁴⁴ Eisenhardt, 1989, s. 58.

ska bli påkommen är tillräckligt låg för att agenten ska sakna incitament för att agera i enlighet med avtalet. Om principalen inte har någon möjlighet att kontrollera anser agenten att det är fritt fram att ta sig friheter och möjligen vidta åtgärder för att främja personliga intressen istället. Adverse selection är vidare en benämning på situationer då agenten har kännedom om ett visst förhållande som är okänt för principalen och som principalen inte utan omfattande ansträngningar kan ta reda på. Exempelvis kan agenten ha utgivit sig för att vara kvalificerad för en viss uppgift som agenten i verkligheten inte har kapacitet att utföra men som principalen inte kan kontrollera vid avtalets ingående.¹⁴⁵ För att minska risken för att agenten agerar opportunistiskt och även minska divergensen mellan aktörernas intressen kan principalen välja mellan att antingen utföra övervakningsåtgärder eller att utforma incitamentprogram för agenten.¹⁴⁶

Den ena åtgärden som står till principalens förfogande är att övervaka agentens arbete och därmed öka sannolikheten för att agentens eventuellt avvikande beteende ska kunna upptäckas. Att med hjälp av åtgärder för att inhämta information är principalens förhoppning att agentens incitament att agera i eget intresse ska undanröjas.¹⁴⁷ Även om intresseemotståndningarna i teorin kan begränsas av övervakningsåtgärder anses emellertid inte principalen vara förmögen att till fullo undanröja agentens avvikande intressen med hjälp av övervakningskostnader utan agenten kommer i slutändan ha ett informationsövertag gentemot principalen som principalen inte kan få kännedom om. Principalen måste därmed söka efter lösningar som medför att agenten på egen hand kommer att agera i enlighet med principalens intresse efter bästa möjliga förmåga genom att sammanföra agentens och principalens intressen.¹⁴⁸

Den andra lösningen som står principalen till buds aktualiserar den andra problematiken som enligt principal/agentteorin kan uppstå, problematiken beträffande skillnader i aktörernas preferenser i förhållande till risk. Principalen kan välja att öka agentens incitament att agera i enlighet med principalens intresse, exempelvis med hjälp av prestations- eller resultatbaserad ersättning.¹⁴⁹ Problemet med en resultatbaserad ersättning är att en sådan åtgärd ger upphov till ett missförhållande i riskbärandet mellan principalen och

¹⁴⁵ Eisenhardt, 1989, s. 61.

¹⁴⁶ Hill & Jones, 1992, s. 132.

¹⁴⁷ Eisenhardt, 1989, s. 61.

¹⁴⁸ Hart, 1995, s. 678 f.

¹⁴⁹ Hart, 1989, s. 1759.

agenten. Avtalsparternas skilda inställning till risk har sin grund i att principalen har en möjlighet att diversifiera sin risk genom att engagera sig i olika verksamheter eller uppdrag med mer eller mindre risk medan agenten inte har någon möjlighet att diversifiera risken som följer av uppdraget eller anställningen. Resultatet av det uppdrag som har delegerats till agenten påverkas av flera faktorer, så som samhällsklimat, politiska åtgärder, konkurrenters ageranden eller annan yttre påverkan och är inte enbart beroende av agentens prestation. Således är prestations- eller resultatbaserad ersättning bäst lämpad i verksamheter och uppdrag där resultatet är mindre känsligt mot risk, då det även innebär att risken som behöver bäras av agenten är mindre. För uppdrag som till sin natur är volatila kan övervakningsåtgärder vara en bättre lämpad lösning än resultatbaserad ersättning.¹⁵⁰ Problemformuleringen kan även uppstå i situationer då det visserligen inte föreligger någon intresse motsättning mellan principalen och agenten men då divergensen i aktörernas inställning till risk medför att de har en skild syn på hur intresset bäst tas tillvara. Medan principalen anser att ett visst agerande är förenligt med intresset kan agenten ha mer riskaversion och således betrakta åtgärden som för riskfylld.¹⁵¹

Ett av ändamålen med en tillämpning av principal/agentteorin är att studera hur avtalet mellan principalen och agenten är konstruerat och analysera hur avtalet bör formuleras och anpassas för att undanröja de två konflikterna som beskrivits ovan.¹⁵² Oavsett vilken åtgärd eller kombination av åtgärder principalen väljer att vidta kommer intresse motsättningarna att ge upphov till agentkostnader som inte är samhällsekonomiskt önskvärda. Agentkostnader definieras som de kostnader principalen måste stå för att undanröja intressekonflikten med agenten och utgörs av de ovan anförda kostnaderna för övervakning och konstruerande av incitament för agenten.¹⁵³ Ett av målen med en analys av aktiebolaget med hjälp av principal/agentteorin är således att se till hur agentkostnaderna i största möjliga mån kan minskas för att uppnå högsta möjliga grad av ekonomisk effektivitet.¹⁵⁴

¹⁵⁰ Eisenhardt, 1989, s. 61.

¹⁵¹ Eisenhardt, 1989, s. 58.

¹⁵² Eisenhardt, 1989, s. 59.

¹⁵³ Veljanovski, 2007, s. 118.

¹⁵⁴ Hill & Jones, 1992, s. 132 f.

5 Ett samhällsekonomiskt perspektiv på röstvärdesdifferentiering

5.1 Inledning

Utifrån den rättsekonomiska teorin som det redogjordes för i avsnitt fyra avser framställningen i detta avsnitt att undersöka vilka effekter röstvärdeskilda aktier kan ha på möjligheterna till ekonomisk effektivitet i samhället och på den totala mängden samhälleligt välbefinnande. Undersökningen kommer att genomföras utifrån två huvudsakliga problemställningar baserade på förekomsten av två olika marknadsmisslyckanden. Den första problematiken utgår ifrån redogörelsen av principal/agentteorin i det föregående avsnittet och avser de intressekonflikter som kan uppstå mellan aktieägarna och företagsledningen på grund av ett asymmetriskt informationsutbyte. I avsnittet kommer det att undersökas vilken effekt röstvärdeskilda aktier kan ha på omfattningen och följderna av aktörernas divergerande intressen.

Den andra problematiken som kommer att diskuteras är hur intressekonflikter mellan olika grupper av aktieägare kan ta sig uttryck i att kontrollaktieägaren utnyttjar aktieägarminoriteten genom att fatta beslut i eget intresse. Problematiken anknyter till EU-kommissionens ställningstaganden i samband med arbetet med takeover-direktivet och berör frågan om röstvärdesdifferentierade aktiers effekt vid uppköpsförsök. Till skillnad från intressekonflikterna mellan aktieägarna och bolagsledningen, som uppstod på grund av asymmetrisk information, aktualiserar intressekonflikterna mellan de olika ägargrupperna ett marknadsmisslyckande i form av externaliserade kostnader och i avsnittet kommer det att undersökas huruvida risken för att kontrollaktieägaren utnyttjar minoriteten kan motivera mer begränsande lagstiftningsåtgärder. Avsnittet kommer att avslutas med en diskussion om vilken effekt ett förbud mot röstvärdesdifferentiering kan ha på den ömsesidigt gynnande handeln i samhället, mot bakgrund av teorin om rättighetsknippen som kommer att presenteras.

5.2 Röstvärdessdifferentiering minskar agentkostnaderna

Aktiebolaget kan i många avseenden betraktas som en knytpunkt för avtal, ibland under benämningen *a nexus of contracts*, mellan bland annat borgenärer, aktieägare, bolagsledning, konsumenter och producenter.¹⁵⁵ Då var och en av aktiebolagets intressenter har ett individuellt specificerat intresse i bolaget och avtalen som ryms däri lämpar sig principal/agentteorin väl för en analys av aktiebolaget och för att undersöka vilka effekter röstvärdesskillnader mellan olika aktieslag kan ha på intresseemotsättningarna inom aktiebolaget.¹⁵⁶

En avtalsförbindelse som tydligt rymmer de element som är kännetecknande för ett principal/agentförhållande är relationen mellan aktieägarna och bolagsledningen. I en sådan avtalsituation antar aktieägarna rollen som principal med intresset att företaget ska generera vinst, vilket delegeras till bolagets styrelse och VD som således antar rollen som agenter.¹⁵⁷ I enlighet med vad som betraktas som ett av ändamålen med principal/agentteorin är det av vikt att definiera vilka intresseemotsättningar som förekommer mellan aktieägarna och bolagsledningen och därefter undersöka vilka agentkostnaderna som kan uppstå och hur dessa på bästa sätt begränsas.

Av styrelsens och den verkställande direktörens aktiva position i aktiebolaget följer det naturligt att dessa kommer att ha ett informationsövertag i förhållande till aktieägarna beträffande bolagets verksamhet. Då aktieägarna inte kommer att ha kännedom om exempelvis hur lönsamt bolaget i realiteten borde vara kommer det att uppstå ett utrymme för bolagsledningen att genomföra åtgärder i eget intresse och utan aktieägarnas kännedom, så som införandet av individuella förmåner eller att bolagsledningens arbetsbörda begränsas. I sådana situationer kommer aktieägarna inte utan att behöva vidta omfattande och kostsamma åtgärder kunna säkerställa att bolagsledningen verkligen agerar i sin fulla kapacitet för att bolaget ska generera vinst för utdelning till aktieägarna.

Av avsnitt fyra ovan framgick att principalen antingen kan vidta övervakningsåtgärder eller införa incitamentsystem i syfte att minska intresseemotsättningarna mellan principalen och agenten. Som en första åtgärd för att minska

¹⁵⁵ Jensen & Meckling, 1976, s. 311.

¹⁵⁶ Hart, 1989, s. 1764.

¹⁵⁷ Hill & Jones, 1992, s. 132.

bolagsledningens incitament att agera opportunistiskt kan aktieägarna sträva efter att utforma bolagsledningens ersättning så att den blir beroende av resultatet av verksamheten i bolaget, genom exempelvis prestationsbaserad ersättning eller ersättning i form av aktier eller obligationer.¹⁵⁸

Även om det kan anföras att principal/agentproblematiken mellan aktieägarna och företagsledningen kan motverkas av incitamentslösningar är inte metoden helt problemfri. En inte obetydlig del av forskningen kring principal/agentteorin har diskuterat avvägningen mellan effektivitet och risk som följer av företagsledningens rörliga ersättning. Det finns å ena sidan argument för att utforma den rörliga ersättningen så att den är helt eller i princip helt beroende av resultatet för att på så vis få principalens och agentens intressen att konvergera. Å andra sidan finns det även ett intresse i att skydda företagsledningen från alltför hög grad av risk, inte minst ur ett arbetsrättsligt perspektiv, och således minska andelen rörlig ersättning i proportion till företagsledningens totala ersättning.¹⁵⁹

Med beaktande av incitamentslösningens bristfällighet kan det anföras att principal/agentproblematiken bäst motverkas av att övervakningen av agenterna ökar. Att med hjälp av informationsåtgärder såsom exempelvis rapporteringsprocesser eller detaljerade budgeteringsrutiner är aktieägarnas förhoppning att bolagsledningens incitament att agera i eget intresse ska undanröjas.¹⁶⁰ Detta är emellertid mycket kostsamt att genomföra och ineffektivt i större, publika aktiebolag med ett spritt ägande där det krävs en mycket stor finansiell insats för att en aktieägare ska kunna förvärva en kontrollposition i bolaget. Om aktiebolaget istället har emitterat aktier med skilda röstvärden blir det möjligt för en aktieägare att ta kontroll över bolaget utan att behöva stå den höga kostnaden som hade krävts om rösträtten för varje aktie var begränsad till en röst och kontroll i sådana fall förutsatt ett innehav av minst hälften av aktiekapitalet. Genom ett förvärv av röststarka aktier kan således en aktieägare uppnå ett kontrollerande ägarskap med en mindre mängd aktier. Att tillåta röstvärdesskillnader möjliggör för en aktieägare att ta kontroll över en övervägande andel röster i bolaget med en förhållandevis liten kapitalandel vilket underlättar för bedrivande av en effektiv kontroll av bolaget och därmed till en reducering av övervakningskostnaderna.¹⁶¹

¹⁵⁸ Hart, 1989, s. 1759.

¹⁵⁹ Hart, 1995, s. 678 f.

¹⁶⁰ Eisenhardt, 1989, s. 61.

¹⁶¹ Dahlman, Glader & Reidhav, 2004, s. 196 f.

Även om problematiken underlättas kommer den emellertid inte helt kunna undanröjas så länge det råder en uppdelning av ägande och kontroll i aktiebolaget. Förutsatt att kontrollaktieägarens aktieinnehav motsvarar mindre än 100 % av rösterna i bolaget kommer problematiken med intressebetsförhållningar och asymmetrisk information inom aktiebolaget att bestå. Detta följer av att kontrollaktieägaren inte kommer att genomföra övervakningsåtgärderna till 100 % då denne måste dela förtjänsten av åtgärderna med övriga aktieägare. Dessutom kan förekomsten av en kontrollägare i aktiebolaget medföra ytterligare konflikter som gränsar till den problematik som uppstår i ett principal/agentförhållande.¹⁶² En av dessa konflikter är den mellan kontrollaktieägaren och övriga aktieägare i bolaget.

5.3 Röstvärdesdifferentiering ökar risken för exploatering

5.3.1 Den individuella värderingen av kontroll

Trots avsaknaden av det för principal/agentförhållandet villkorade avtalet mellan agenten och principalen, varigenom principalen uttryckligt delegerar intresset till agenten, står likheter att finna i intressebetsförhållningarna mellan de olika grupperna av aktieägare inom bolaget. Beaktat att det överhängande intresset hos samtliga aktieägare, såväl kontrollägare som röstminoritet, som utgångspunkt är att aktiebolaget ska generera vinst genom utdelning eller ökning av aktiernas värde, kan aktieägarnas aktieportfölj eller övriga innehav av finansiella instrument påverka intressena i ett specifikt bolag. Om det kan sägas att intresset för mindre aktieägare ofta är vinstgenerering eller värdeökning är det inte lika enkelt att precisera en kontrollaktieägares intresse med aktieinnehavet. De individuella preferenserna hos kontrollaktieägaren kan vara sådana att denne värderar kontrollen i sig som en fristående källa till individuell nytta och på så vis kan kontrollaktieägarens värdering av aktierna överstiga marknadsvärdet.

Att kontrollaktieägaren gör en individuell värdering av kontroll kan ha flera orsaker. Värderingen kan exempelvis förklaras av att kontrollaktieägarens aktieinnehav genererar synergieffekter i andra bolag där aktieägaren innehar aktier, eller att kontrollen möjliggör för kontrollaktieägaren att genomföra transaktioner som är gynnsamma för de andra bolagen kontrollägaren är verksam i. Vidare kan kontrollägaren ha en uppfattning om att verksamheten i bolaget

¹⁶² Hart, 1995, s. 683.

kan effektiviseras på lång sikt och aktierna således stiga i värde om denne får utöva sin kontroll. Dessutom kan kontrollaktieägaren se ett instrumentellt värde i att inneha kontroll, närmare bestämt att de individuella preferenserna tillfredsställs av känslan av makt.¹⁶³

Som en del av diskussionen som fördes kring principal/agentproblematiken mellan bolagsledningen och aktieägarna anfördes att en kontrollaktieägare kan vidta övervakningsåtgärder som till viss del undanröjer det asymmetriska informationsutbytet mellan parterna. Existensen av en kontrollaktieägare och dennes värdering av kontroll kan emellertid även medföra att det uppstår ytterligare ett marknadsmisslyckande i form av att kontrollaktieägaren, genom stämmobeslut eller via en egenhändigt utsedd styrelse, fattar beslut i eget intresse som orsakar externa kostnader vilka får bäras av aktieägarminoriteten.¹⁶⁴

5.3.2 Risken för exploatering och externaliserade kostnader

Det anförda är ett av de främsta argumenten för ett förbud mot röstvärdesdifferentiering och en tillämpning av principen om lika röstvärde för samtliga aktier. Tanken är att kontrollaktieägaren agerar i eget intresse och strävar efter att tillfredsställa de individuella preferenserna genom att vidta åtgärder som får som konsekvens att aktiernas marknadsvärde sjunker eller att en förväntad värdeökning i aktierna uteblir. Att aktiernas värde blir lägre innebär visserligen en kostnad även för kontrollaktieägaren men denne kommer att uppleva en kompensation bestående i den individuella nytta som genereras av beslutet eller åtgärden. Vidare kommer kontrollägaren att uppleva värdeminskningen i en proportionellt sett mindre omfattning i relation till värdet av kontroll per andel på grund av att kontrollägaren har en i förhållande till sin kontroll proportionerligt sett lägre kapitalandel.¹⁶⁵

Förfarandet kan benämnas som att kontrollaktieägaren utnyttjar, eller anorlunda uttryckt exploaterar, aktieägarminoriteten. En sådan exploatering kan resultera i att det finns ett behov av lagstiftningsåtgärder i de fall minoriteten inte kan uppfatta risken för kontrollaktieägarens exploatering som en investering i de röstsvaga aktierna medför.¹⁶⁶ Kontrollaktieägarens exploate-

¹⁶³ Bergström & Rydqvist, 1991, s. 586.

¹⁶⁴ Bergström & Rydqvist, 1991, s. 585.

¹⁶⁵ Bergström & Rydqvist, 1991, s. 585.

¹⁶⁶ Bergström & Rydqvist, 1991, s. 586.

ring kan bland annat ta sig uttryck i att kontrollaktieägaren avslår uppköpsanbud på de röststarka aktierna vilket försvårar för kontrollägarskiften i aktiebolaget. Således kan det anföras att ett bruk av röstvärdesskilda aktier och underlättandet av förekomsten av en kontrollaktieägaren som följer därav utgör hinder mot en effektiv marknad för företagskontroll.

En grundläggande förutsättning för en effektiv marknad för företagskontroll är att det finns en stark korrelation mellan å ena sidan hur pass effektiv bolagsstyrning som bedrivs och å andra sidan priset på aktierna i bolaget. Ett aktiebolag vars verksamhet styrs av en ineffektiv bolagsledning kommer att uppleva en värdeminskning per aktie i förhållande till övriga företag inom samma bransch. En utomstående aktör på marknaden kan således upptäcka att aktiebolaget underpresterar och lägga ett bud i syfte att förvärva kontrollen av bolaget för att därefter byta ut styrelsen och på så vis erhålla en förtjänst i den värdeökning som följer av att bolagets verksamhet effektiviseras. Med en effektiv marknad för företagskontroll kommer potentiella kontrollaktieägare ideligen söka efter underpresterande aktiebolag vilket kommer att leda till att bolagsstyrelser ges incitament för att driva bolagets verksamhet så effektivt som möjligt för att inte riskera att entledigas. Således följer av en effektiv marknad för företagskontroll att det kommer att ske ett naturligt undanröjande av marknadsmisslyckanden orsakade av asymmetrisk information mellan aktieägare och företagsledning.¹⁶⁷ Marknadens självreglerande funktion riskerar med andra ord att gå förlorad till följd av ett bruk av röstvärdesskillnader mellan aktieslagen.

I samband med EU-kommissionens arbete med takeover-direktivet berörde en del av den offentliga debatten frågan om röstvärdesskillnaders hinder mot uppköp, även i situationer där budet innefattar en premie över börskursen. Problematiken kan med hjälp av teorin om kvasiränta och reservationspris illustreras med hjälp av följande räkneexempel.¹⁶⁸

Ett aktiebolag har emitterat röstvärdesskilda aktier med en differens mellan aktieslagen om 1:3, där de röstsvaga aktierna motsvarar en röst på stämman och de röststarka aktierna motsvarar tre röster. Ägandet är delat mellan en kontrollaktieägare och ett större antal mindre aktieägare. Att kontrollägarrens innehav består av röststarka aktier för med sig att kontrollägaren med en kapitalandel om 25 % kontrollerar 50 % av rösterna i bolaget. För övriga aktieägare motsvarar varje aktie en röst på bolagsstämman vilket medför att resterande 50 % av rösterna i bolaget är utspridda bland flera mindre ägare vars

¹⁶⁷ Manne, 1965, s. 113.

¹⁶⁸ Jmf. Bergström & Rydqvist, 1991, s. 586 ff.

aktieinnehav tillsammans motsvarar en kapitalandel om 75 %. Såväl de röststarka som röstsvaga aktierna har ett marknadsvärde om 10 kr per aktie vilket för de mindre aktieägarna även motsvarar reservationspriset.

Aktiernas reservationspris för kontrollaktieägaren bestäms emellertid inte endast av aktiernas marknadsvärde. Reservationspriset för aktierna utgörs även av kontrollaktieägaren värdering av kontrollen om 175 kr. Ekvationen för kontrollaktieägarens reservationspris blir därmed:

$$\begin{aligned} & \textit{Kontrollaktieägarens reservationspris} \\ & = \\ & \textit{Marknadsvärdet per aktie} * \textit{Aktieinnehav} \\ & + \textit{Värderingen av kontroll} \end{aligned}$$

En utomstående aktör på aktiemarknaden anser att bolaget inte drivs utifrån dess fulla potential utan värderar varje aktie till 15 kr förutsatt att styrelsen i bolaget byts ut. Därmed läggs ett bud på kontrollägarens aktier med ett pris om 15 kr per aktie, och om budet accepteras av kontrollaktieägaren och budgivaren tillåts byta ut styrelsen kommer således övriga aktieägare att få ta del av en värdeökning om 5 kr per aktie. Då reservationspriset för kontrollaktieägaren på grund av den individuella värderingen av kontroll överstiger reservationspriset för budgivaren kommer budet inte att accepteras, vilket medför en kostnad för minoritetsaktieägarna då dessa därmed går miste om den utblivna värdeökningen om 5 kr per aktie. Utfallet kan illustreras enligt nedan.

$$\begin{aligned} & \textit{Kontrollaktieägarens reservationspris} = \\ & 10 \textit{ kr} * 25 + 175 \textit{ kr} = 425 \textit{ kr} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} & \textit{Budgivarens reservationspris} = \\ & 15 \textit{ kr} * 25 = 375 \textit{ kr} \end{aligned}$$

Annorlunda uttryckt kan det beskrivas som att kontrollägarens alternativkostnad för att behålla kontrollen över bolaget är 375 kr. Alternativkostnaden är kostnaden för den nytta som kontrollaktieägaren går miste om när denne väljer att inte sälja aktierna.¹⁶⁹ Som sedan tidigare har konstaterats uppnås ekonomisk effektivitet genom att den rationella individen gör optimala val. Om individen ställs inför ett val mellan två möjliga alternativ kommer alternativkostnaden för respektive valmöjlighet att utgöras av den förväntade nyttan av den valmöjlighet som individen väljer att avstå ifrån. Ett optimalt val är för

¹⁶⁹ Veljanovski, 2007, s. 27.

handen om alternativkostnaden är lägre än den förväntade nyttan av det alternativ som individen väljer.¹⁷⁰ Således agerar kontrollägaren rationellt i sitt beslut att inte acceptera budet.

Att kontrollaktieägaren avvisar budet medför emellertid en förlust för minoritetsaktieägarna om 5 kr per aktie och en utebliven välstandsökning för samhället motsvarande den uteblivna värdeökningen av aktierna i bolaget om $5 \text{ kr} * 100 = 500 \text{ kr}$.

Om förutsättningarna i exemplet ändras och vi istället förutsätter att det föreligger ett förbud mot röstvärdesdifferentiering på marknaden skulle kontrollaktieägaren behöva ha en kapitalandel motsvarande 50 % för att erhålla motsvarande antal röster. I ett sådant fall, beaktat att övriga förutsättningar är lika, skulle budet accepteras av kontrollaktieägaren då dennes reservationspris i ett sådant scenario skulle vara lägre än budet.

$$\begin{aligned} \text{Kontrollaktieägarens reservationspris} &= \\ 10 \text{ kr} * 50 + 175 \text{ kr} &= 675 \text{ kr} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Budgivarens reservationspris} &= \\ 15 \text{ kr} * 50 &= 750 \text{ kr} \end{aligned}$$

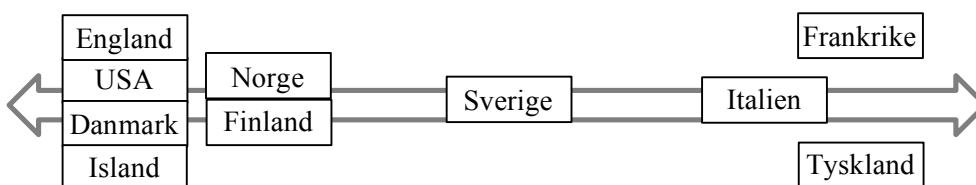
Räkneexemplet som har presenterats illustrerar hur en rättsordning som tillåter röstvärdesskillnader utsätter aktieägaren för en riskexponering mot kontrollaktieägarens möjlighet att exploatera minoriteten, en exploatering som inte hade varit möjlig i en rättsordning med ett förbud mot röstvärdesdifferentiering. Exploateringsproblematiken kan utifrån den rättsekonomiska metoden förklaras av förekomsten av ett marknadsmisslyckande. En av förutsättningarna för Pareto-jämvikt som beskrevs i avsnitt fyra ovan är att kostnaderna för transaktionerna i samhället ska vara internaliserade vilket innebär att kostnaderna för en åtgärd ska bäras av den som tar del av nyttan som följer av åtgärden. I det aktuella fallet med kontrollägarens exploatering av minoriteten kan värdeökningen av aktierna som aktieägarminoriteten går miste om anses utgöra en extern kostnad för kontrollaktieägarens beslut att inte acceptera budet.

Marknader som HKSE eller marknader som lyder under rättssystem där principen om en aktie – en röst gäller saknar problematiken med sådan exploatering av minoriteten då kontrollaktieägarens reservationspris på grund av den

¹⁷⁰ Dahlman, Glader & Reidhav, 2004, s. 31.

höga kapitalandelen kommer att understiga budgivarens reservationspris.¹⁷¹ Med rättssystem som å andra sidan tillåter röstlösa aktier, såsom är fallet i USA, följer motsatsvis en ökad risk för exploatering av minoriteten då en kontrollaktieägare tillåts kontrollera bolaget med en än mindre kapitalandel. Risken för exploatering kan sägas förhålla sig proportionerlig till rättsordningens möjliggörande av röstvärdesskillnader, vilket medför att kriterierna för det tidigare tillämpade spektrumet kan ersättas enligt nedan.

← *Hög risk för exploatering*



Låg risk för exploatering →

Utifrån exemplet med aktieägarminoritetens riskexponering mot exploatering kan det anses motiverat att den svenska lagstiftningen begränsar aktiebolags möjligheter att differentiera röstvärdena i de aktier som emitteras och således rör sig åt höger i spektrumet närmare de kontinentaleuropeiska rättssystemen. En sådan åtgärd skulle emellertid kunna medföra att samhället drabbas av uteblivet välbefinnande då nyttan som genereras av andra funktioner som röstvärdesskillnader kan ha på marknaden går om intet. Bland annat har det tidigare framkommit att röstvärdesskillnader kan underlätta för undanröjande av asymmetrisk information mellan aktieägare och bolagsledning. Frågan är således om risken för exploatering är så pass hög att den medför att ett lagstiftat förbud mot röstvärdesskillnader och röstlösa aktier kan anses motiverat. Svaret måste ges av att fördelarna och nackdelarna med röstvärdesskillnader vägs mot varandra.¹⁷²

5.4 Marknadens självreglerande funktion och nyttan av röstvärdesskillnader

Mot argumentet ovan om risken för kontrollaktieägarens exploatering av övriga aktieägare kan det anföras att marknadens aktörer kommer att anpassa sig utifrån den förhöjda risken med investeringen och beakta risken innan de

¹⁷¹ Bergström & Rydqvist, 1991, s. 586.

¹⁷² Bergström & Rydqvist, 1991, s. 590.

väljer att investera i bolaget.¹⁷³ Det kan dessutom inte konstateras att kontrollaktieägaren i samtliga fall kommer att exploatera aktieägarminoriteten. Tvärtom kan förekomsten av en erfaren och välkänd kontrollaktieägare som på ett effektivt sätt kan bedriva bolagsstyrningen leda till en ökning av aktiernas värde och således även en ökning av det totala välbefindandet i samhället. I en sådan situation kommer minoritetsaktieägarna medvetet att förhålla sig passiva och agera *free-riders* då de får ta del av vinsten av kontrollaktieägarens åtgärder utan att själva behöva stå någon kostnad för kontroll.¹⁷⁴

I enlighet med rationalitetsantagandet kommer marknadsaktörer att inkludera risken för exploatering vid värderingen av de röstsvaga aktierna och således vid värderingen av det individuella reservationspriset. Värderingen kan illustreras med hjälp av formeln som inom mikroekonomi tillämpas vid värdering av väntevärden, och inom företagsekonomi för värdering av den förväntade avkastningen med en investering:¹⁷⁵

$$\text{Väntevärde} = E(r) = \sum_{t=1}^n p^t * r^t$$

Formeln anger att den förväntade avkastningen ($E(r)$), eller väntevärdet, är summan av det förväntade värdet av samtliga (n) möjliga utfall (t) som för varje utfall beräknas enligt sannolikheten (p) multiplicerat med avkastningen (r) av investeringen. Värderingen har således sin grund i en uppskattning om vilka utfall som kan följa av investeringen och om hur hög sannolikheten är för att respektive utfall inträffar.¹⁷⁶ Vi tänker oss att kontrollaktieägaren i räkneexemplet ovan kan välja två handlingsalternativ, antingen att exploatera minoriteten eller att driva bolagets verksamhet i enlighet med dess fulla potential. En investering i bolagets aktier kan under sådana förutsättningar förväntas leda till två möjliga utfall. Beaktat risken för exploatering kommer således aktien att värderas dels utifrån risken för exploatering och vilken kostnad som genom exploateringen kommer att drabba aktieägarna, dels utifrån sannolikheten för att kontrollaktieägaren kommer att driva verksamheten på ett vis som gör att värdet på aktierna ökar. Om det kan förutses att minoriteten kommer exploateras i 20 % av fallen och exploateringen kommer att medföra en kostnad för minoriteten om 100 kr, men att minoriteten i övriga fall kommer att få ta del av värdeökningen i bolaget om 50 kr, kan den förväntade avkastningen med investeringen beräknas enligt:

¹⁷³ Bergström & Rydqvist, 1991, s. 586.

¹⁷⁴ Easterbrook & Fischel, 1996, s. 172.

¹⁷⁵ Hillier et al., 2014, s. 333.

¹⁷⁶ Veljanovski, 2007, s. 30.

$$E(r) = 0,2 * (-100 \text{ kr}) + 0,8 * 50 \text{ kr} = -20 \text{ kr} + 40 \text{ kr} = 20 \text{ kr}$$

Den förväntade avkastningen av investeringen är i exemplet således 20 kr. Risken för exploatering medför att den förväntade avkastningen värderas till 20 kr istället för den värdeökning om 50 kr som är att vänta förutsatt att kontrollaktieägaren avstår från att exploatera minoriteten. Även om risken kan anses medföra en värdeminskning i aktierna då marknadsvärdet kommer att sjunka till följd av den förväntade risken för exploatering finns det således fortfarande incitament för somliga aktörer på marknaden att investera i de röstsvaga aktierna. I likhet med de flesta finansiella instrument som rymmer ett element av risk kommer efterfrågan på röstsvaga aktier bestämmas av individers inställning till risk.

Exemplet ovan har utgått ifrån att den individuella aktieägaren har en neutral inställning till risk och att risken i sig inte har någon påverkan på värderingen av utfallet mer än att risken är ett uttryck för sannolikheten att utfallet ska inträffa. En person som emellertid är riskavert och således har en mer negativ inställning till risk kommer utifrån sina individuella preferenser att värdera en riskfylld investering lägre än en riskneutral individ. En individ med riskaversion kommer således att välja att inte investera i en aktie som är förenad med en risk för exploatering till förmån för en mindre riskfylld investering med samma förväntade avkastning.¹⁷⁷

Genom att marknaden inkluderar hela den förväntade risken med exploateringen i värderingen av aktierna kommer aktiernas marknadsvärde att sjunka till ett så pass lågt pris att den värdeminskning som drabbar kontrollaktieägaren, genom att denne erhåller ett lägre kapital från yttre finansiering, medför att kostnaderna till slut blir internaliserade. På så vis kommer marknaden på egen hand att kompensera för kostnaden som uppstår till följd kontrollaktieägarens beslut till den grad att samtliga kostnader för exploateringen kommer att föras över till kontrollaktieägaren.¹⁷⁸

Det anförda för med sig att marknaden på egen hand kommer att undanröja marknadsmisslyckandena som uppstår till följd av ett bruk av röstvärdeskilda aktier. I teorin skulle således kontrollaktieägaren under sådana förutsättningar på egen hand avstå från att emittera röstvärdeskilda aktier och istället tillämpa principen om en aktie – en röst. Så är emellertid inte fallet på

¹⁷⁷ Veljanovski, 2007, s. 30 f.

¹⁷⁸ Jensen & Meckling, 1976, s. 313.

den reella marknaden utan det förekommer alltså ett bruk av röstvärdesdifferentierade aktier. Det måste således finnas fördelar med röstvärdesskillnader som ger såväl kontrollaktieägaren som marknaden incitament för att handla med röstvärdesskilda aktier.¹⁷⁹

Dessa fördelar kan till att börja med bestå i att kontrollaktieägarens position som ett hinder mot uppköp inte uteslutande kommer att förhindra uppköp som, om de accepteras, varit till förmån för övriga aktieägare. Även om potentiella budgivare på marknaden kommer se ett högre värde i bolagets aktier än vad marknadsvärdet ger sken av kommer det vidare att finnas situationer där kontrollaktieägaren ser ett ännu högre potentiellt värde i bolagets verksamhet. Kontrollaktieägaren har möjligen en vision om att bolaget tids nog kommer att kunna bedriva sin verksamhet på ett sätt som ökar marknadsvärdet på aktierna med 50 % samtidigt som den potentiella budgivaren anser sig kunna trigga upp marknadsvärdet med 20 %. I sådana fall medför kontrollaktieägarens förhindrande av uppköpsförsöket såväl ett förhindrande av en utebliven värdeökning för aktieägarna som ett undvikande av en utebliven välbefinningsökning för samhället. Därtill kan det anföras att förekomsten av en engagerad kontrollaktieägare möjliggör för att mer konstruktiva och effektiva förhandlingar kan föras mellan kontrollaktieägaren och budgivaren vilket kan generera ett högre bud per aktie i de fall budet accepteras, varigenom samtliga aktieägare erhåller en högre premie än ursprungsbudet.¹⁸⁰

Vidare kan ett förbud mot röstvärdesskillnader medföra att kontrollaktieägare väljer att avstå från att genomföra börsnoteringar och emissioner för att inte gå miste om kontrollen av aktiebolaget. Ett förbud mot röstvärdesdifferentiering kan således anses leda till att samhället går miste om den värdeökning som skulle ha uppstått till följd av bolagets expansion med hjälp av yttre finansiering. En reglering som den i svensk rätt som tillåter röstvärdesskillnader möjliggör för kontrollaktieägaren att genomföra emissioner utan risk för att förlora kontrollen över bolaget och samhället kan därmed ta del av det ökade välbefinnandet som expansionen av företaget för med sig.¹⁸¹

¹⁷⁹ Bergström & Rydqvist, 1991, s. 589.

¹⁸⁰ Bergström & Rydqvist, 1991, s. 589 f.

¹⁸¹ Bergström & Rydqvist, 1991, s. 588.

5.5 En effektiv allokering av rösträtten

5.5.1 Teorin om rättighetsknippen

Ytterligare en metod för att undersöka effekten av röstvärdesdifferentierade aktier är att analysera rättigheterna som följer av ett aktieinnehav med hjälp av Hohfelds teori om rättighetsknippen.¹⁸² Teorin om rättighetsknippen för-
anleddes av att Hohfeld uppdagat att det förekom ett missbruk vid tillämp-
ningen av rättighetsbegreppet bestående i att det inte gjordes någon åtskillnad
mellan vilken rättighet som åsyftades i det specifika fallet – huruvida det var
tal om en frihet, ett anspråk, kompetens eller immunitet.¹⁸³

Hohfeld menade att det var fel att uttrycka en rättighet som en egenskap som
en individ kan besitta. Istället förutsätter existensen av en rättighet ett element
av dualitet i en rättslig relation mellan två parter där den rätt som tillfaller den
ena parten måste motsvara ett korrelat hos den andra parten.¹⁸⁴ En rättighet
kan således bestå i exempelvis en frihet eller ett anspråk, men för att vara en
rättighet måste det föreligga en korrelation som för frihet innebär en korrele-
rande avsaknad av anspråk och för anspråk innebär en korrelerande skyldig-
het.¹⁸⁵ För att illustrera de olika rättigheterna, dess korrelat och motsatser kon-
struerade Hohfeld ett rättighetsschema, som i dess svenska utformning pre-
senteras nedan.¹⁸⁶

Rättighet	Korrelat	Motsats
<i>Anspråk</i>	<i>Skyldighet</i>	<i>Icke-kravrätt</i>
<i>Frihet</i>	<i>Icke-kravrätt</i>	<i>Skyldighet</i>
<i>Kompetens</i>	<i>Underkastelse</i>	<i>Icke-kompetens</i>
<i>Immunitet</i>	<i>Icke-kompetens</i>	<i>Underkastelse</i>

Rättighetsknippet kan variera i densitet och överföras mellan individer. Till
att börja med kan ett rättighetsknippe vara tjockare eller tunnare beroende på
vilka rättigheter som ryms däri och densiteten kommer att bestämma värdet
av rättighetsknippet. Utifrån den rättseconomiska teorin följer visserligen att

¹⁸² Se Hohfeld, 1913, s. 16–59 & Hohfeld, 1917, s. 710–770.

¹⁸³ Hohfeld, 1913, s. 30.

¹⁸⁴ Bengtsson, 2005, s. 10.

¹⁸⁵ Hohfeld, 1913, s. 30.

¹⁸⁶ Hohfeld, 1913, s. 30, Jmf. Bengtsson, 2005, s. 11.

den individuella värderingen av rättighetsknippet kommer att bestämmas utifrån varje enskild individs personliga preferenser men generellt kommer ett tjockare rättighetsknippe att ges ett högre värde än ett tunnare knippe.¹⁸⁷

Vidare följer av marknadsmodellen och rationalitetsantagandet att den enskilda individens personliga preferenser kommer att leda till att rättighetsknippet överförs från individ till individ fram till den tidpunkt då det har skett en allokering av rättighetsknippet till den individ som värderar rättigheterna i knippet högre än någon annan. När samtliga rättighetsknippen på så vis har varit föremål för en allokering har det uppstått marknadsvikt och ett tillstånd av maximalt samhälleligt välbefinnande.

5.5.2 Fördelarna med en allokering av rösträtten

Beträffande aktien som en bärare av rättigheter angavs i uppsatsens andra avsnitt att en aktie är förenad med två olika sorters rättigheter – förvaltningsrättigheter och ekonomiska rättigheter. Om aktien betraktas som ett rättighetsknippe kommer förvaltningsrättigheterna och de ekonomiska rättigheterna uttryckas i termer av vilken specifik rättighet de ger innehavaren av aktien och vad för typ av korrelerat som följer av denna rätt. Rättigheterna som ryms i det rättighetsknippe som aktien utgör är flera och är samtliga representerade i Hohfelds rättighetsschema. Bland dessa rättigheter kan de mest fundamentala anses utgöras av aktieägarnas ansvarsfrihet, rätt att rösta på bolagsstämman och rätt att ta del av bolagets vinst.

Aktieägarnas ansvarsfrihet är, precis såsom benämningen anger, en frihet från personligt betalningsansvar som korrelerar med att aktiebolagets borgenärer har en icke-kravrätt gentemot aktieägarna beträffande bolagets skulder. Rätten att ta del av bolagets vinst ger aktieinnehavarna ett anspråk, som korrelerar med bolagsledningens skyldighet att genomföra vinstutdelningar till aktierna. Vidare utgör rätten för aktieägarna att rösta på bolagsstämman en kompetens som enligt rättighetsschemat korrelerar med övriga aktieägares och bolagsledningens underkastelse för att en giltig röst har erlagts på stämman.

Med en rättsordning som möjliggör för aktiebolagen att emittera aktier med skilda röstvärden följer att aktieägarnas kompetens kan fördelas mellan olika rättighetsknippen och aktiebolaget kan således anpassa hur pass tjockt eller tunt rättighetsknippet i de olika aktieslagen ska vara. På samma sätt ger en rättsordning som tillåter preferensaktier aktiebolaget en möjlighet att fördela

¹⁸⁷ Dahlman, 2010, s. 38 f.

de ekonomiska rättigheterna olika mellan aktieslagen. Såväl förvaltningsrättigheterna som de ekonomiska rättigheterna kan således lyftas ur ett aktieslag och göra det knippet av rättigheter tunnare, och lyftas in i ett annat aktieslag vars rättighetsknippe således blir tjockare. Hur tjockt eller smalt rättighetsknippet blir efter att det utformas av aktieägarna kommer att bestämma värdet av aktien som vara. En aktie med färre rättigheter som således utgör ett tunnare rättighetsknippe kommer att värderas lägre på marknaden än en aktie som ger dess innehavare ett tjockare knippe med rättigheter.

Av det ovan anförda framgår vidare att allokeringen av rösträtten som möjliggörs av en rättsordning som tillåter röstvärdesdifferentiering mellan aktieslagen ger upphov till en ömsesidigt gynnande handel som annars varit omöjlig. Ett aktieslag som har förenats med ett lägre röstvärde, och således genererat ett lägre marknadspris, kommer att möjliggöra för handel med köpare vars reservationspris skulle ha understigit marknadspriset för en aktie som emitterats av ett aktiebolag utifrån principen om en aktie – en röst.

Förekomsten av en ömsesidigt gynnande handel förutsätter vidare att den säljande sidans reservationspris är lägre än marknadspriset. En kontrollaktieägare kommer inte att rösta för beslut om emission av aktier med olika röstvärde om kontrollaktieägarens reservationspris för de röstsvaga aktierna är högre än marknadspriset som kommer att genereras. Som utgångspunkt följer av det som anförts ovan att röstsvaga aktier kommer att utgöra ett tunnare rättighetsknippe och således värderas lägre på marknaden och tillföra en mindre yttre finansiering till bolaget. En ömsesidigt gynnande handel med röstsvaga aktier förutsätter således att kontrollaktieägarens värdering av kontroll kompenserar för förlusten av finansiella medel vilket möjliggör för kontrollaktieägarens reservationspris att understiga marknadspriset på de röstsvaga aktierna. Annorlunda uttryckt kommer kontrollaktieägaren att emittera röstvärdessvaga aktier i de fall värderingen av kontrollen överstiger alternativkostnaden som består av den högre finansiering som genereras av att emittera aktier med lika rösträtt. Om en aktieägare å andra sidan inte ser ett värde i kontrollen kommer den större yttre finansieringen som en emission av aktier med lika röstvärde genererar medföra att kontrollaktieägaren inte kommer att välja att diversifiera rösträtten mellan aktieslagen vid en emission.

På samma vis som presenterades i argumentationen om marknads bedömning av risken för exploatering tyder diskussionen om aktien som ett rättighetsknippe således på att marknaden kan anses ha en självreglerande funktion. Om en emission av röstsvaga aktier medför en för hög alternativkostnad

för kontrollaktieägaren i och med den förlorade finansieringen och värde­minskningen i aktierna, samtidigt som marknaden inte rymmer någon efter­frågan på röstsvaga aktier, kommer kontrollaktieägaren besluta om att emit­tera aktier utan röstvärdesskillnader. Således kommer marknaden på egen hand att undanröja de transaktioner som inte uppfyller kravet på Pareto-ef­fektivitet vilket medför att det inte kan anses föreligga något behov av lag­stiftningsåtgärder för att undanröja marknadsmisslyckanden.¹⁸⁸

En rättsordning som möjliggör för en allokering av rättigheterna mellan akti­eslagen medför alltså att kontrollaktieägaren kan anpassa aktieslagen på ett sätt som genererar ömsesidigt gynnande handel. Då all frivillig handel på marknaden i enlighet med teorin om marknadsmodellen är pareto-effektiv bör lagstiftningen utformas för att möjliggöra en så hög grad av ömsesidigt gyn­nande handel som möjligt. En rättsordning som begränsar ömsesidigt gyn­nande handel kan motiveras av att sådana lagstiftningsåtgärder undanröjer marknadsmisslyckanden. Av framställningen i detta avsnitt framgår emeller­tid att marknadsmisslyckandena kommer att undanröjas av marknadens vär­dering av risken för exploatering. Lagstiftningsåtgärder skulle således inte tjäna något syfte genom marknadens självreglering utan endast utgöra ett hin­der mot den ömsesidigt gynnande handel som möjliggörs om rättigheterna kan allokeras mellan aktieslagen.

¹⁸⁸ Bergström & Rydqvist, 1991, s. 586.

6 Analys och slutsatser

6.1 Röstvärdesdifferentiering de lege lata

I uppsatsen andra avsnitt redogjordes för hur den svenska aktiebolagslagen möjliggör för aktiebolag att emittera aktier med skilda röstvärden förutsatt att röstvärdet i ett aktieslag inte överstiger tio gånger röstvärdet i något annat aktieslag. Att det föreligger en begränsning av röstvärdesdifferensen innebär även att röstlösa aktier är förbjudna i svenska aktiebolag. I avsnittet framkom vidare att den aktuella regleringen har varit föremål för en bred debatt och berörts i flertalet statliga utredningar och lagförarbeten.

Som ett argument för införandet av ett förbud mot röstvärdesskillnader har till att börja med anförts att kontrollaktieägare vars innehav består av röststarka aktier inte bär en ekonomisk risk motsvarande den makt som aktieägarna kan utöva på bolagsstämman. Det har även framkommit att röstvärdesskilda aktier kan anses utgöra hinder mot uppköp och att ett tillåtande av röstvärdessdifferentiering strider mot etableringsfriheten inom EU. Vidare kan ett bruk av röstvärdesskillnader anses ge upphov till en oacceptabel risk för att kontrollaktieägare använder sin makt vid bolagsstämman till att utnyttja övriga aktieägare i bolaget.

Likväl har regleringen överlevt, bland annat med hänvisning till att röstvärdesskillnader i aktier anses effektivisera bolagsstyrningen. I de utredningar som har undersökt huruvida den svenska regleringen bör ändras eller lämnas oförändrad har det som skäl för att behålla gällande reglering anförts att en rättsordning som tillåter röstvärdesskilda aktier möjliggör för en sakkunnig och kapabel ägarkrets att ta kontroll över aktiebolag med ett stort antal utestående aktier. Vidare är ett av motiven bakom ett fortsatt tillåtande av röstvärdesdifferentiering att det möjliggör för kontrollaktieägare att behålla kontrollen över aktiebolaget när bolaget söker yttre finansiering från utländska finansiärer och att kontrollen således stannar inom landets gränser. Som motiv har även framförts att ett förbud mot röstvärdesskillnader riskerar att leda till att kontrollaktieägare väljer att avstå från emissioner och börsnoteringar av rädsla för att förlora kontrollen av bolaget vilket medför att en expansion av bolagets verksamhet går förlorad.

Även om möjligheten till röstvärdesdifferentiering är en grundläggande komponent i den svenska koden för bolagsstyrning visar en undersökning av den

svenska aktiemarknaden att bruket av röstvärdesskillnader minskat för varje år som har passerat sedan mitten av 1990-talet. En möjlig förklaring till det minskade bruket på den svenska marknaden kan vara att röstvärdesskilda aktier avskräcker europeiska finansiärer och att aktiebolagen således självmant väljer att avvika från ett bruk av röstvärdessdifferentiering i syfte att erhålla en större yttre finansiering.

6.2 En komparation av svensk rätt

Med hjälp av en komparativ utblick har ett av ändamålen med uppsatsen varit att studera och kartlägga hur rättssystem inom den nordiska, den anglo-amerikanska och den kontinentaleuropeiska rättstraditionen har valt att reglera röstvärdet i aktier.

Resultatet av undersökningen kan anses förväntat i vissa avseenden och i andra delar överraskande. Å ena sidan framgår att rättssystemen inom den anglo-amerikanska respektive den kontinentaleuropeiska rättstraditionen har konvergerande lagstiftning och således håller sig inom ramarna för respektive rättstradition. Å andra sidan visade undersökningen av den nordiska rättstraditionen på en tendens att utforma regleringen av aktiers rösträtt snarare i likhet med rättsordningarna inom den anglo-amerikanska rättstraditionen än med de kontinentaleuropeiska rättssystemen. I det avseendet utmärker sig emellertid den svenska lagstiftningen som den enda rättsordningen inom Norden med ett uttryckligt förbud mot röstlösa aktier.

Utifrån det spektrum som presenterades placerar sig således den svenska rättsordningen mellan övriga nordiska rättssystem och de anglo-amerikanska rättssystemen å ena sidan och de kontinentaleuropeiska rättssystemen å andra sidan. Det anförda förhållandet tyder på att det är av relevans att för svenskt vidkommande undersöka om den nu gällande regleringen är den mest ekonomiskt effektiva eller om det finns anledning att anpassa gällande rätt i syfte att närma sig antingen den vänstra eller den högra sidan av spektrumet.

6.3 Samhällsekonomiska för- och nackdelar

Av den rättsekonomiska teorin om marknadsmodellen och dess förutsättningar som presenterades i uppsatsens fjärde avsnitt följer att det kan uppstå imperfektioner på den verkliga marknaden som medför att en Pareto-optimal

marknadsjämvikt omöjliggörs. I syfte att utforma en verklig marknad som i största möjliga mån efterliknar den teoretiska marknaden kan lagstiftningsåtgärder vidtas som ett effektivt medel för att undanröja marknadsmisslyckanden. Så är exempelvis fallet med skadeståndslagstiftning och företagaransvaret vid föroreningskador som ett medel för att undanröja externaliserade kostnader eller effektiv konkurrenslagstiftning som ett medel för omöjliggörande av monopol och upprätthållande av en perfekt konkurrens på marknaden.

Lagstiftningsåtgärder är emellertid överflödiga i de fall marknaden på egen hand kommer att undanröja marknadsmisslyckandena. Ändamålet med den rättsekonomiska argumentationen i uppsatsens femte avsnitt var att undersöka om röstvärdesdifferentieringens påverkan på relationerna mellan aktiebolagets intressenter medför att det finns ett behov av ytterligare lagstiftningsåtgärder på den svenska aktiemarknaden. Syftet med den rättsekonomiska undersökningen var vidare att utreda om en marknad med röstvärdesskilda aktier på egen hand kan anses undanröja uppkomna marknadsmisslyckanden och att gällande rätt således kan anses begränsa den fria kapitalmarknaden i en alltför stor omfattning.

Som ett skäl för att en tillämpning av röstvärdesskillnader förändrar förutsättningarna för en Pareto-optimal marknad till det bättre angavs att röstvärdesdifferentiering kan leda till ett begränsande av kostnaderna för att motverka det asymmetriska informationsutbytet mellan aktieägarna och bolagsledningen. Argumentationen som anfördes var att förekomsten av aktier med skilda röstvärden medför att aktieägare ges möjlighet att ta kontroll över ett bolag med en mindre kapitalandel och således utan att behöva stå en kostnad som skulle ha varit alltför finansiellt betungande vid förvärv av stora börsnoterade aktiebolag som emitterat aktier utifrån principen om en aktie – en röst. Genom att minska kostnaderna för en effektiv kontroll av bolaget följer mer gynnsamma förutsättningar för övervakningen av bolagsledningen och följaktligen begränsas även samhällets välförståndsförlust då agentkostnaderna för övervakningen av bolagsledningen minskar. Så som angavs i argumentationen kommer emellertid existensen av en kontrollaktieägare inte att kunna leda till en fullgod övervakning så länge ägandet i aktiebolaget är utspritt och kontrollaktieägaren inte får ta del av all nytta som genereras av de vidtagna åtgärderna.

Även om förekomsten av en kontrollaktieägare kan anses begränsa agentkostnaderna för aktieägarna anfördes att existensen av en kontrollaktieägare kan ge upphov till att ytterligare marknadsmisslyckanden uppstår i förhållandet

mellan kontrollägaren och övriga aktieägare i bolaget. Att kontrollaktieägarens individuella preferenser är sådana att kontrollen anses ha ett visst individuellt värde kan leda till beslut vars kostnader externaliseras och får bäras av övriga aktieägare i bolaget. Kontrollaktieägaren kan uppleva en förhöjd individuell nytta av att vidta åtgärder och fatta beslut som visserligen sänker aktiernas marknadsvärde men som leder till ett ökat värde i andra finansiella instrument eller aktiebolag som står under kontrollägarens kontroll. Aktieägarminoriteten kan således anses utsättas för en oacceptabel och oförutsebar risk för att exploateras vilket kan anföras som ett skäl till att införa ett förbud mot röstvärdesskilda aktier i den svenska associationsrätten.

Som ett motargument anfördes emellertid att marknadsmodellen förutsätter att minoriteten har kännedom om risken för exploatering och att de därmed kommer att inkludera risken vid värderingen av den förväntade avkastningen av investeringen. Även om det i verkligheten kan vara svårt för investerare att känna till de exakta riskerna med en investering i röstvärdessvaga aktier är förhållandet detsamma som för andra finansiella instrument där det inför investeringsbeslut måste göras en uppskattning av risken – en riskbedömning som kommer att avskräcka riskaverta individer men likväl vara av intresse för riskneutrala marknadsaktörer. Givet att marknaden kommer att uppfatta risken för exploatering finns det andra fördelar med röstvärdesskillnader som kommer att motivera en handel med röstsvaga aktier. Röststarka aktier kan anses möjliggöra för en engagerad och kapabel kontrollägare eller ägarkrets att effektivisera bolagsstyrningen och således öka aktiernas värde, samt att i anslutning därtill förhindra uppköpsförsök som skulle ha utgjort hinder mot den potentiella värdeökningen. Vidare möjliggör röststarka aktier för expansion av företag vars aktieägare värderar kontrollen mer än en expansion och som således ges möjlighet till kapitalanskaffning genom emission eller börsnotering utan att riskera att förlora kontrollen över bolaget.

Av det ovan anförda framgår att det kommer att finnas investerare på marknaden som utifrån sina individuella preferenser kommer att uppfatta ett värde i kontrollen av bolaget och således värdera röstvärdesstarka aktier högre än aktier med lika röstvärde. Det har vidare framkommit att röstvärdesdifferentering och den ökade risken för exploatering av minoriteten kommer att uppfattas av potentiella köpare på marknaden som kommer att beakta risken med investeringen vid värderingen av aktierna i bolaget. Eftersom risken för exploatering och den därmed förväntade förlusten kommer att resultera i en lägre förväntad avkastning kommer det efterfrågade priset på aktien att sjunka.

Uppsatsens femte avsnitt avslutades med en undersökning av aktien som ett knippe av rättigheter där det framgick att ett förbud mot röstvärdesskilda aktier kan anses utgöra ett hinder mot ömsesidigt gynnande handel. Av teorin om rättighetsknippen följer att såväl kontrollaktieägaren som övriga potentiella aktieägare kommer att värdera aktien utifrån densiteten av det rättighetsknippe som aktien utgör. Även om det efterfrågade priset på den röstvärdessvaga aktien kommer att sjunka till följd av marknadens värdering av risken för exploatering kommer det likväl att finnas förutsättningar för en ömsesidigt gynnande handel som kommer att vara av intresse för mer riskbenägna investerare. Med ett förbud mot röstvärdesskilda aktier omöjliggörs allokeringen av rättigheter mellan rättighetsknippena och således även den handel som uppstår därmed. Med grund i det anförda kan det således argumenteras för att ett förbud mot röstvärdessdifferentiering skulle ha en negativ inverkan på välbefindandet i samhället.

6.4 Röstvärdessdifferentiering de lege ferenda

Mot bakgrund av de undersökta samhällsekonomiska effekterna av röstvärdessdifferentiering avser uppsatsen härmed besvara frågan om hur den svenska regleringen av aktiers röstvärde bör vara utformad för att på bästa sätt förutsätta Pareto-optimal handel och en maximal nivå av samhälleligt välbefindande. Av den rättsekonomiska analysen av röstvärdesskilda aktier har det framkommit att marknadens värdering av den förväntade avkastningen och risken för exploatering som följer av röstsvaga aktier kommer att medföra att marknadsvärdet sjunker till en nivå där kostnaderna för kontrollaktieägarens nytta kommer att vara internaliserade. Därutöver kommer marknaden att identifiera fördelar med röstvärdesskillnaderna som kommer att medföra ett ökat marknadsvärde och således en ökad nytta för såväl minoritet och kontrollaktieägare som för välbefindandet i samhället.

Sett i relation till övriga undersökta länders lagstiftning borde således ett skifte av den svenska rättsordningen åt höger i spektrumet, närmare de kontinentaleuropeiska rättssystemen, vara utesluten. Huruvida det å andra sidan föreligger skäl för ett skifte i riktning mot de anglo-amerikanska rättssystemen och övriga nordiska rättssystem är en fråga om huruvida den ökade risken och den därmed förväntade avkastningen medför en avsaknad av incitament att investera i aktierna.

Utbudet och efterfrågan är beroende av prissättningen på marknaden. Om marknadspriset på röstlösa aktier medför en högre nytta för kontrollaktieägaren än alternativkostnaden att emittera aktier med mindre röstvärdesdifferens kommer kontrollägaren att besluta om emission av röstlösa aktier. Det måste således medföra att kontrollaktieägaren gör en högre värdering av kontrollen än vad som skulle vara fallet med röstvärdesskilda aktier med en mindre differens. Om marknadspriset således är högre än alternativkostnaden innebär det dessutom att marknaden även ser fördelar med röstlösa aktier som kan bestå i de fördelar som följer av att bolaget styrs av en effektiv kontrollaktieägare.

Som stöd för att det inte finns skäl för att i svensk rätt begränsa aktiebolagets möjligheter att differentiera röstvärdet mellan aktieslagen är vidare att svensk rätt möjliggör för andra finansieringsformer som på motsvarande rätt utsätter bolagets intressenter för en förhöjd risk för exploatering. Av undersökningen av aktien som ett rättighetsknippe som gjordes i den avslutande delen av avsnitt fem framgår att svensk rätt möjliggör för aktiebolaget att anpassa varje aktieslag så att det motsvarar ett tjockare eller tunnare knippe rättigheter. För röstvärdesskilda aktiers vidkommande innebär det att kompetensen som följer av rätten att rösta om beslut på bolagsstämman kan lyftas ur ett aktieslag som således ges ett lågt röstvärde och placeras i det andra, därmed röstvärdesstarka, aktieslaget.

Vidare redogjordes det i uppsatsens andra avsnitt för svenska aktiebolags möjlighet att ta upp kombinerade vinst- och kapitalandelslån i enlighet med 11 kap. 11 § ABL. I likhet med aktien kan även det kombinerade vinst- och kapitalandelslånet betraktas som ett rättighetsknippe som genom finansiella avtal kan anpassas och rättigheterna fördelas mellan långivare och låntagare. Genom att kombinera skuldebrevet i den mån att såväl räntan på lånet som dess kapitalandel knyts till bolagets framtida resultat kan skuldebrevet anses innehålla ett liknande knippe med ekonomiska rättigheter som en rösträttslös aktie.

Anledningen till att förbudet mot kapitalandelslån upphävdes genom 2005 års ABL var att aktiebolag ska kunna finansiera sin verksamhet med de medel som anses bäst lämpade under förutsättning att bolagets intressenter inte utsätts för en för hög och oförutsebar risk. Som stöd för att en sådan risk inte längre kan anses föreligga anfördes att marknadsanalys av riskerna med finansiella instrument expanderat såväl i omfattning som i kompetens.

Mot bakgrund av den rättsekonomiska undersökningen anser jag att Aktiebolagskommitténs argument likväl kan anföras som stöd för en rättsordning som möjliggör för aktiebolag att i större grad anpassa fördelningen av rättigheterna mellan aktieslagen. Det har visserligen framkommit att röstvärdesskilda aktier och existensen av en kontrollaktieägare medför en förhöjd risk för innehavare av röstvärdessvaga aktier, men den rättsekonomiska analysen tyder även på att marknadens aktörer kommer att inkludera risken för exploatering vid en värdering av de röstsvaga aktierna. Dessutom kan det argumenteras för att röstvärdessvaga aktier, och till och med helt röstlösa aktier, är förenade med en lägre risk än ett kombinerat vinst- och kapitalandelslån dels då aktierna är förenade med minoritetsskyddet som följer av ABL, dels mot bakgrund av att aktierna ger dess innehavare en rätt till insyn i bolagets verksamhet.

Jag anser, i likhet med Aktiebolagskommittén, att lagstiftningen bör utformas så att aktiebolaget fritt kan välja de finansieringsmetoder som är bäst lämpade för att erhålla kapital för driften av verksamheten i bolaget. Det som anförts i förarbetena är att det reglerade förbudet mot kapitalandelslån med tanke på den senare tidens utveckling av analytiska metoder för att utvärdera risker förenade med investeringar är överflödigt då risken med kapitalandelslånet inte längre kan anses förenat med oacceptabla olägenheter för långivaren. På samma sätt anser jag att röstvärdesskilda och rentav helt röstlösa aktier inte kan anses motivera lagstadgade förbud då risken inte är sådan att den kan anses ge upphov till olägenheter för aktieägarna. I likhet med vad Aktiebolagskommittén anförde har aktörer på dagens marknad tillgång till lämpliga verktyg för att analysera risken för exploatering som investeringen i röstsvaga aktier innebär.

Det anförda medför att det för svensk rätts vidkommande således inte kan uteslutas att det finns motiv för att utvidga aktiebolagets möjligheter att differentiera röstvärdena i aktieslagen. En ytterligare begränsning av möjligheterna till röstvärdesdifferentiering kan således inte anses motiverad. Mot bakgrund av Aktiebolagskommitténs argumentation i förarbetena till 2005 års ABL kan det i motsatt riktning anses föreligga skäl som snarare talar för ett upphävt förbud mot röstlösa aktier.

I uppsatsen inledande avsnitt angavs att såväl Microsoft som Apple under 1980-talet noterade sina aktier utan röstvärdesskillnader, i enlighet med den då rådande sedvanan för aktiebolag inom teknikbranschen. Från och med att

Google noterade sina röstvärdesskilda aktier år 2004 fick emellertid marknaden uppleva en förändring i sedvanan och allt fler aktiebolag började notera aktier med röstvärdesskillnader.

Som framgick av uppsatsens första mening har numera Snap Inc. tagit ytterligare ett steg bort från principen om en aktie – en röst och det är inte osannolikt att marknaden, i likhet med vad som inträffade efter Googles notering, kommer att uppleva en förändring bestående i ett ökat bruk av röstlösa aktier. Om framtiden inte kommer att uppvisa en benägenhet för förändring och anpassning av svensk associationsrätt finns det en risk för att Sverige i framtiden kan tvingas uppleva en liknande välståndsförlust som drabbade Kina när Alibaba förbjöds att börsnoteera röstvärdesskilda aktier på börsen i Hong Kong.

Käll- och litteraturförteckning

Litteratur

af Sandeberg, Catarina: *Aktiebolagsrätten*, andra upplagan, Studentlitteratur, Lund 2007.

Andersson, Sten, Johansson, Svante & Skog, Rolf; *Aktiebolagslagen – En kommentar*, del I, kap. 1–10, med supplement 12, Wolters Kluwer, Stockholm 2017.

Bartos, Jim: *United States Securities Law: A Practical Guide*, tredje upplagan, Kluwer Law International, Nederländerna 2006.

Bastidas Venegas, Vladimir: ”Rättsekonomi”, i: Korling, Fredric och Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*, första upplagan, Studentlitteratur, Lund 2013.

Bengtsson, Ingemar: ”Hohfeld i ekonomisk teori”, i Christian Dahlman (red.), *Studier i rättsekonomi: festskrift till Ingemar Ståhl*, Studentlitteratur, Lund 2005.

Bergström, Clas & Samuelsson, Per: *Aktiebolagets grundproblem*, femte upplagan, Nordstedts Juridik, Stockholm 2015.

Bogdan, Michael: *Komparativ rättskunskap*, andra upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm 2003.

Broneus, Sandra & Stattin, Daniel: *Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden – Kommentar och referenser*, första upplagan, Thomson Reuters, Stockholm 2010.

Carlson, Laura: *American Business Law – A Civil Law Perspective*, Iustus Förlag, Uppsala 2004.

Dahlman, Christian: *Rätt och rättfärdigande – En tematisk introduktion i allmän rättslära*, andra upplagan, Studentlitteratur, Lund 2010.

- Dahlman, Christian, Glader, Marcus & Reidhav, David: *Rättsekonomi – en introduktion*, andra upplagan, Studentlitteratur, Lund 2004.
- Dine, Janet & Koutsias, Marios: *Company Law*, åttonde upplagan, Palgrave Macmillan, New York 2014.
- Dotevall, Rolf: *Aktiebolagsrätt, Fördjupning och komparativ belysning*, första upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm 2015.
- Easterbrook, Frank H. & Fischel, Daniel R.: *The Economic Structure of Corporate Law*, första upplagan, Harvard University Press, USA 1996.
- Ek, Ralf: *Tysk affärsjuridik – En översikt*, första upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm 2000.
- Fleckner, Andreas M. & Hopt, Klaus J.: *Comparative Corporate Governance – A functional and International Analysis*, första upplagan, Cambridge University Press, Cambridge 2013.
- Gevurtz, Franklin A.: *Corporation Law*, West Group, St Paul 2000.
- Hamilton, Robert W. & Freer, Richard D.: *The Law of Corporations in a nutshell*, sjätte upplagan, Thomson Reuters 2011.
- Hillier, David, Clacher, Iain, Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W. & Bradford, Jordan D.: *Fundamentals of Corporate Finance*, andra upplagan, McGraw Hill Education, Storbritannien 2014.
- Johansson, Svante: *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, elfte upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm 2014.
- Kleineman, Jan: ”Rättsdogmatisk metod”, i: Korling, Fredric och Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*, första upplagan, Studentlitteratur, Lund 2013.
- Lau Hansen, Jesper: *Nordic Company Law – the Regulation of Public Companies in Denmark, Finland, Iceland, Norway and Sweden*, Djøf Publishing, Köpenhamn 2003.
- Maisto & Miscali Law Firm, *Business Law Guide to Italy*, första upplagan, CCH Europe Inc., Storbritannien, 1992.

Nerep, Erik & Samuelsson, Per: *Aktiebolagslagen – En lagkommentar*. Del 2, Kapitel 11–22, andra upplagan, Thomson Reuters Professional, Stockholm 2009.

Petersen, Niels & Towfigh, Emanuel V.: *Economic methods for lawyers*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham 2015.

Posner, Richard A.: *Economic Analysis of Law*, nionde upplagan, Wolters Kluwer, New York 2014.

Sandgren, Claes: *Rättsvetenskap för uppsatsförfattare – ämne, material, metod och argumentation*, tredje upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm 2015.

Sandström, Torsten: *Svensk aktiebolagsrätt*, femte upplagan, Nordstedts Juridik, Stockholm 2015.

Schans Christensen, Jan: *Kapitalselskaber – Aktie- og Anpartsselskabsret*, fjärde upplagan, Karnov Group Denmark A/S, Köpenhamn 2014.

Skog, Rolf: *Rodhes aktiebolagsrätt*, tjugofjärde upplagan, Norstedts Juridik, Stockholm 2014.

Skog, Rolf & Fäger, Catarina: *Aktiebolagslagen – En introduktion för aktieägare, ledningar och deras rådgivare*, upplaga 1, Nordstedts Juridik, Stockholm 2007.

Stattin, Daniel: *Takeover – Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, andra upplagan, Thomson Reuters, Stockholm 2009.

Valguarnera, Filippo: ”Den komparativa metoden”, i: Korling, Fredric och Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*, första upplagan, Studentlitteratur, Lund 2013.

Varrenti, Alessandro: *Shareholders’ Rights*, första upplagan, Fututrelex Limited, Storbritannien 2011.

Veljanovski, Cento: *Economic Principles of Law*, första upplagan, Cambridge University Press, Cambridge 2007.

Zekoll, Joachim & Reiman, Mathias: *Introduction to German Law*, andra upplagan, Kluwer Law International, Nederländerna 2005.

Artiklar

Adams, Renée & Ferreira, Daniel (2008): "One share – One vote: The Empirical Evidence", *Review of Finance*, Vol. 12, Nr. 1, s. 51-91.

Bebchuk, Lucian A. & Kastiel, Kobi (2017): *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, Discussion Paper Nr. 905, Harvard Law School.

Bergström, Clas & Rydqvist, Kristian: "Bör aktie med olika rösträtt avskaffas?", *Ekonomisk Debatt* 7/91, s. 585 – 594.

Burkhart, Mike & Lee, Samuel (2008): "One share – one vote: the theory", *Review of Finance*, Vol. 12, Nr. 1, s. 1-49.

Descovich, Kaitlin, Conroy, Melanie A., Dixon, Cathy & Odoner, Ellen (2017): "Voting Rights Gone in a Snap – Unequal Voting Rights Back in the Spotlight", *Governance & Securities – Alert*, From the Public Company Advisory Group of Weil, Gotshal & Manges LLP.

Eisenhardt, Kathleen, M. (1989): "Agency theory: An assessment and review", *Academy of Management Review*. Vol. 14, Nr. 1, s. 57-74

Hart, Oliver (1989): "An Economist's Perspective on the Theory of the Firm", *Columbia Law Review*, Vol. 89, Nr. 7, s. 1757-1774.

Hart, Oliver: (1995): "Corporate Governance: Some Theory and Implication", *The Economic Journal*, Vol. 105, Nr. 430, s. 678–689.

Hill, Charles W. L. & Jones, Thomas M. (1992): "Stakeholders Agency Theory", *Journal of Management Studies*, vol. 29, Nr. 2, s. 131-154.

Hohfeld, Wesley Newcomb (1913): "Some Fundamental Legal Conceptions as Applied in Judicial Reasoning", *The Yale Law Journal*, Vol. 23, Nr. 1, s. 16-59.

Hohfeld, Wesley Newcomb (1917): "Fundamental Legal Conceptions as Applied in Judicial Reasoning", The Yale Law Journal, Vol. 26, Nr. 8, s. 710-770.

Jensen, Michael C. & Meckling, William H. (1976): "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", Journal of Financial Economics, Vol. 3, Nr. 4, s. 305-360.

Manne, Henry G. (1965): "Mergers and the Market for Corporate Control, The Journal of Political Economy", Vol. 73, Nr. 2, s. 110-120.

Skog, Rolf (2009): The European Union's Proposed Takeover Directive, the "Breakthrough" Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock, Stockholm Institute for Scandinavian Law 1957-2009.

Skog, Rolf & Lidman, Erik (2016): "Equal Treatment of Shareholders - Can There Be Too Much of it?" Nordic & European Company Law Working Paper, No. 16-15.

Wei, Shen & Young, Angus (2015): Dual Share Plan in Context: Making Sense of Hong Kong's Decision Not to Embrace Alibaba's Listing, International Company and Commercial Law, Issue 1, s. 4-17.

Elektroniska källor

Davidoff Solomon, Steven, "*When Snap Goes Public, Some Shareholders' Voting Rights May Disappear*", New York Times, Hämtad den 5 december 2017 från:

<https://www.nytimes.com/2017/01/24/business/dealbook/when-snap-goes-public-some-shareholders-voting-rights-may-disappear.html>

Henrekson, Magnus & Jakobsson, Ulf (2006): "Den svenska modellen för företagsägande och företagskontroll vid skiljevägen", Expertgruppen för Studier i Samhällsekonomi, Finansdepartementet, Stockholm. Hämtad den 5 december 2017 från:

http://www.ifn.se/storage/cms/c1f998e7539c458cb3cdcffda1f44b74/e9c84-020531e46ff9822f4028bf5b6bb/pdf/E7FF5E35F3B1E7349D290D5F91C69477DE347716/ESS-rapport%20slutversion%209%20mars.pdf?MediaArchive_ForceDownload=true&PropertyName=File1&ValueIndex=0

Molla, Rani & Ovide, Shira, “*Is Snapchat’s IPO the Good Kind of Crazy?*”, Bloomberg, Hämtad den 30 december 2017 från:

<https://www.bloomberg.com/gadfly/articles/2017-02-23/snapchat-s-ipo-is-lunacy-but-it-could-be-crazy-good>

Robertson, Benjamin & Tan, Andrea, “*Dual-Class Shares*”, Bloomberg, Hämtad den 30 december 2017 från:

<https://www.bloomberg.com/quicktake/dual-class-shares>

Wong, Jacky, “*Hong Kong Stock Exchange Kills Dual-Class Share Plan*”, The Wall Street Journal, Hämtad den 5 december 2017 från:

<https://www.wsj.com/articles/hong-kong-stock-exchange-kills-dual-class-share-plan-1444042360>

Övriga källor

EU-kommissionens förslag till rådets och europaparlamentets direktiv om uppköpserbjudanden, COM (2002) 534, den 2 oktober 2002.

Offentligt tryck

Statens offentliga utredningar

SOU 1941:9	<i>Lagberedningens förslag till lag om aktiebolag m.m.</i>
SOU 1986:23	<i>Aktiers röstvärde</i>
SOU 1988:38	<i>Ägande och inflytande i svenskt näringsliv</i>
SOU 2004:47	<i>Förtroendet för näringslivet – dialog, analys, förslag</i>

Propositioner

Prop. 1975:103	<i>Regeringens proposition med förslag till ny aktiebolagslag, m.m.</i>
Prop. 1997/98:99	<i>Aktiebolagets organisation</i>
Prop. 2004/05:85	<i>Ny aktiebolagslag</i>

EU-direktiv

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.