

**Juridiska Institutionen
Handelshögskolan
vid Göteborgs Universitet**

**Tillämpade Studier
20 poäng
VT-2006**



Ägarinflytande i börsbolag - den svenska aktieägarmodellen under förändring?

**Författare: Dain Nevonon
Handledare: Professor Rolf Dotevall**

Sammanfattning

Uppsatsen beskriver och analyserar börsrättslig kontroll- och ägarproblematik. Vid notering på en börs aktualiseras ett detaljerat regelverk i syfte att öka transparensen och likviditeten till förmån för investerarna. Börsbolag skall ha en spridd ägarstruktur och aktierna måste vara fritt överlåtbara. Även syftet med en börsintroduktion är att rikta sig till allmänheten för kapitaltillförsel. Resultatet av en börsintroduktion blir således att verksamheten kommer att influeras av fler ägare och blir därmed svårare att kontrollera.

I svensk rätt finns flera varierande möjligheter för en ursprunglig aktieägare att även fortsättningsvis, efter en börsintroduktion, kontrollera verksamheten. Uppsatsen redogör för ett antal kontrollkonstruktioner, bl.a. pyramider, aktieägaravtal och röstvärdesdifferenser. De olika konstruktionerna har både fördelar och nackdelar för tidigare och nytillkomna investerare. Röstvärdesdifferenser är det absolut vanligaste sättet att bevara kontrollen inom den ursprungliga aktiesfären och präglar härigenom i stor utsträckning den svenska aktieägarstrukturen.

Den svenska aktieägarstrukturen är koncentrerad, utnyttjandet av röstvärdesdifferenser medför att aktieägare kan kontrollera ett aktiebolag även om kapitalinvesteringen inte annars skulle ha medfört en kontrollposition. Inom Corporate Governance doktrinen jämförs koncentrerade aktieägarstrukturer med spridda aktieägarstrukturer i syfte att bedöma vad som anses mest fördelaktigt. En koncentrerad aktieägarkrets är positivt ur ett övervakningsperspektiv, en kontrollerande aktieägare intar oftare en roll som aktiv ägare. Samtidigt finns risken att privatvärdet av kontroll medför ett missbruk av minoriteten, en risk som blir än mer aktualiserad ifall kontrollen uppkommit genom röstvärdesdifferenser. En ytterligare nackdel sägs vara att omstruktureringshastigheten minskar med en koncentrerad aktieägarkrets.

En tendens till förändring kan emellertid identifieras, starka institutionella aktörer samt röster från Europeiska Unionen kräver ”verklig” aktieägardemokrati. Institutioner äger idag större delen av börsbolagens sammanlagda marknadsvärde och tar ett allt större aktivt grepp om sina investeringar. Inom svenskt näringsliv finns dock en stark misstro mot att institutioner kan förvalta rollen som aktiv ägare på ett, för portföljbolaget, värdeskapande sätt. Många

institutionella ägare representerar strategier och brottas med lojalitetskonflikter som försvårar möjligheterna till långsiktiga investeringar samt bidragandet av den kompetens som portföljbolaget verkligen behöver. Faktum är dock att institutionella ägare utgör en mycket viktig investerargrupp, de bidrar med stora mängder kapital och har därför en bra position för att utöva påtryckningar. Även inom Europeiska Unionen diskuteras aktieägardemokrati inom ramen för den inre marknadens framtid. Ett direktiv har utarbetats som skall underlätta stämmodeltagande över gränserna och även principen en aktie- en röst har diskuterats.

I Sverige har politikerna länge varit eniga och visat upp ett solitt motstånd mot en förändring av det svenska systemet med röstvärdesdifferenser. På senare tid har emellertid enigheten börjat vackla. Diskussionen i svensk affärspress är utförlig där näringslivet betonar fördelarna med det nuvarande systemet. Röstvärdesdifferensernas framtid diskuterades mycket under 80-talet vilket enbart resulterade i ett antal utförliga utredningar, inga konkreta förändringar. Det verkar dock som att svenska politiker nu återigen måste ta ställning till dessa kontroversiella frågeställningar, frågeställningar som har stor betydelse för svenskt näringsliv, den inre marknadens framtida kurs samt institutionella investerares deltagande i svenska bolag. Uppsatsen ställer således frågan huruvida den svenska aktieägarmodellen även i framtiden kommer bestå, en modell som format svenskt näringsliv, en modell med koncentrerat ägande genom flitigt utnyttjande av A- och B aktier samt en modell som marginaliserat institutionella ägare i deras roll som aktiva ägare.

SAMMANFATTNING	2
INTRODUKTION	6
SYFTE / PROBLEMFÖRMULERING	6
AVGRÄNSNING	7
METOD OCH MATERIAL	8
DISPOSITION	8
BÖRSNOTERING	9
NOTERINGSFÖRFARANDET	9
FÖRDELAR / NACKDELAR MED NOTERING	10
CORPORATE GOVERNANCE	12
UTVECKLINGEN AV DEN SVENSKA AKTIEÄGARSTRUKTUREN	12
DISKUSSION RÖRANDE BOLAGSSTYRNING	13
BAKGRUND	13
INTRESSEKONFLIKTER	14
KONCENTRERAT ELLER SPRITT ÄGANDE?	15
INSTITUTIONELLA ÄGARE SOM AKTIVA ÄGARE	18
VÄRDET AV KONTROLL	21
ALTERNATIVA KONTROLLKONSTRUKTIONER	24
FULLMAKTSINSAMLINGAR	24
FÖRETRÄDESRÄTT VID EMISSIONER	24
RÖSTRÄTTSBEGRÄNSNINGAR	25
ÖVERLÅTELSEBEGRÄNSNINGAR	26
KORSVIST ÄGANDE / PYRAMIDER	27
KONVERTIBLER, KAPITAL- OCH VINSTANDELSBEVIS	28
RÖSTBINDNINGSAVTAL	30
RÖSTVÄRDESDIFFERENTIERING	31

FÖREKOMST	31
RÖSTVÄRDESREGLERINGEN	32
<u>FÖRSVAGNING AV KONTROLLPOSITIONER</u>	<u>34</u>
MINORITETSSKYDDET I AKTIEBOLAGSLAGEN	34
NYHETER I AKTIEBOLAGSLAGEN	35
UTJÄMNING AV RÖSTVÄRDESDIFFERENSER	37
<u>FÖRÄNDRAT FÖRHÅLLNINGSSÄTT TILL AKTIEÄGARMODELLEN?</u>	<u>38</u>
ALLMÄNT	38
UTVECKLINGEN INOM EUROPEISKA GEMENSKAPEN	39
HARMONISERINGSARBETET	39
TAKEOVER DIREKTIVET OCH WINTERGRUPPEN	40
THE ACTION PLAN OCH VIDARE UTREDNINGSARBETE	42
<u>KONKLUSION</u>	<u>46</u>
<u>KÄLLFÖRTECKNING</u>	<u>49</u>

Introduktion

Syfte / Problemformulering

Börsintroduceringar blir allt mer attraktivt. År 2005 var ett av de starkaste börsåren på länge och även under år 2006 förväntas kurserna stiga.¹ Även till de mindre svenska handelsplatserna söker sig fler bolag vilket visar sig i noteringsstatistiken för Nordic Growth Market och Aktietorget.² Totalt introducerades 20 företag år 2005 på Stockholmsbörsen och Nordic Growth Market samtidigt som 16 företag utgick med anledning av exempelvis fusioner eller offentliga uppköp. En nettoökning av antalet introduktioner under år 2005 innebär att den negativa trend som funnits sedan 2001 brutits.³ Bolagen finner det attraktivt att söka kapital på aktiemarknadsplatserna vilket ökar intresset och omsättningen och placerarna har återfått förtroendet för aktiehandeln. Näringslivet befinner sig just nu i en gynnsam period med goda vinster och låga räntor vilket skapar ett tryck på börserna, köerna är långa för att få börsintroduceras.

Det övergripande syftet med uppsatsen är att belysa konflikter som uppkommer i samband med en börsnotering. Fokus placeras på kontrollproblematiken, huruvida kontroll överhuvudtaget är ett problem, varför problematiken uppkommer samt vilka konstruktioner som är tillgängliga i svensk rätt. Uppsatsens fokus läggs på kontrollkonstruktioner avsedda för den ursprungliga aktieägaren i en verksamhet där han har ett intresse av att även framöver kunna styra besluten. Entreprenörer som har för avsikt att expandera konfronteras ofta med problemet hur de skall hantera kapitalbehovet utan att förlora kontrollen över verksamheten.

Utöver diskussionen kring vilka konstruktioner en ursprunglig aktieägare kan utnyttja för att behålla kontrollen innehåller uppsatsen även en mer samhällelig redogörelse för de teorier som rör kontrollaspekter av noterade bolag. Är ett koncentrerat ägande eftersträvansvärt ur ett Corporate Governance perspektiv och hur kan påverkan ske genom lagstiftning? Vidare är det intressant att placera dessa frågor i relation till ett ökat institutionellt och internationaliserat ägande för att studera vilka förändringar den nya ägarstrukturen medför.

¹ Sandström, Börsåret 2005 på väg slå rekord, Dagens Industri, 051213.

² Carlsson, Nyårsrusning till småbörserna, Dagens Industri, 051123.

³ Sundqvist, Ågarna och Makten 2006 s. 12-13.

Bolagsstyrning är ett av de mest diskuterade områdena just nu vilket bl.a. kommer att märkas framöver genom utförliga beskrivningar i bolagens årsredovisningar.⁴ Debatten kring Corporate Governance har aktualiserats dramatiskt p.g.a. av skandaler som avslöjats både utomlands men även i Sverige. Internationellt syns en klar trend där allt fler förespråkar förändringar i rådande kontrollstrukturer för att skapa ett mer gynnsamt företagsklimat. Europeiska Gemenskapens Kommission har publicerat flera olika utredningar där man förespråkar en förändrad europeiskt inställning till, och en harmonisering av, normativa instrument för kontroll. Sverige har starkt motsatt sig många av förslagen som kan förväntas få stora konsekvenser för den svenska ägarmodellen. Sista ordet är emellertid inte sagt, ämnet är mycket aktuellt och den svenska modellen kan vara hotad. Den svenska inställningen som framstod som väldigt enad vid förkastandet av Winterrapporten börjar vackla och starka reaktioner framförs från näringslivet.⁵ Sverige befinner sig i en dynamisk kontext där allt fler faktorer måste beaktas, frågan är bara hur Sverige kommer att placera sig i framtiden. Litar Sverige till den modell man använt under mycket lång tid eller krävs en förändring?

Avgränsning

Kontrollproblematiken varierar mycket beroende på existerande ägarstrukturer samt hur bolagen är organiserade. Vid skapandet av kontrollkonstruktioner i samarbete med en riskkapitalist rör kontrollproblematiken ofta det faktum att riskkapitalisten vill bibehålla goda exit-möjligheter. Riskkapitalister investerar vanligtvis i bolag där ett mervärde förväntas kunna realiseras genom en framtida börsintroducering eller industriell försäljning. Hur exit-positioner skapas genom kontrollkonstruktioner som införs i ett tidigare stadium än vid själva börsintroduceringen kommer uppsatsen emellertid inte att beröra. Vidare skapas ofta kontrollkonstruktioner i mindre bolag med en sluten ägarkrets i syfte att sprida makten bland ägarna.⁶ Spridning av kontrollen i syfte att utjämna styrkeförhållanden kommer uppsatsen inte heller att inriktas på.

⁴ Hammarström, Ägarstyrning är årets trend, Dagens Industri, 060125.

⁵ Report of the high level group of company law experts on on issues related to takeover bids. Nachemson-Ekwall, Persson leker med elden, Dagens Industri, 060208.

⁶ Roos, Avtal och Rösträtt s. 49.

Metod och Material

Uppsatsen rör kontrollaspekter av börsnotering. För att åstadkomma en pedagogisk presentation av ämnet har författaren valt att dela upp framställningen i två principiellt skilda delar. Dels behandlas olika konstruktioner som en ursprunglig aktieägare kan välja att utnyttja då han konfronteras med kontrollproblematik i samband med en börsintroducering eftersom kapitalefterfrågan riktas till allmänheten. Dels används en mer samhällelig ansats där övergripande problem rörande kontroll och bolagsstyrning behandlas.

I den förstnämnda delen redogörs för diverse kontrollkonstruktioner genom att olika normer och dess användningsområden belyses, en genomgång av gällande rätt ur ett strategiskt perspektiv. Det material som använts för detta syfte har främst varit traditionella rättskällor såsom lagtext och förarbeten.

Vid genomgång av den övergripande samhällliga problematiken utgörs underlaget för diskussionen främst av artiklar och annan litteratur av ekonomisk och juridisk natur samt utdrag ur affärspressen. Dagens Industri har bl.a. varit till stor hjälp eftersom uppsatsens ämne där beskrivs på ett intressant sätt samt att perspektiven som används ofta är annorlunda och varierande, något som hjälpt författaren att se problematiken ur fler vinklar.

Disposition

Uppsatsens inleds med att det grundläggande noteringsförfarandet kortfattat beskrivs. Härigenom får läsaren en uppfattning om hur en notering går till och vilka krav som ställs på ett blivande aktiemarknadsbolag. Här belyses även fördelar och nackdelar med börsnotering. Efter denna genomgång behandlas olika teorier rörande kontrollaspekter bl.a. diskussionen kring Corporate Governance, huruvida institutionella aktörer är lämpade att utöva aktivt ägande samt varför kontroll överhuvudtaget är eftersträvansvärt. En belysning av den förändrade aktieägarstruktur inom svenskt näringsliv sker också i denna del. Därefter beskrivs vilka kontrollkonstruktioner som är möjliga utifrån gällande svensk rätt. Skillnader i röstvärdesstyrka betonas och kommer att analyseras närmare. Efter kapitlet om kontrollkonstruktioner styrs uppsatsens fokus mot de möjligheter som finns att neutralisera

kontrollpositioner. Avslutningsvis belyses även hur utvecklingen ser ut på Europeisk nivå bl.a. i samband med utarbetandet av det nya Takeover direktivet.⁷ Allra sist följer en slutsats.

Börsnotering

Noteringsförfarandet

För att få börsnoteras hos Stockholmsbörsen måste ett bolag först ta kontakt med börsen. Vid detta tillfälle tillförordnas en börsrevisor som skall granska och utvärdera bolaget. Bolaget måste uppfylla uppställda noteringskrav samt skriva under noteringsavtalet med börsen. Det slutliga godkännandet ges av bolagskommittén. Noteringsprocessen tar mellan 3 och 6 månader.⁸

Noteringskraven går att dela upp i två grupper, krav inför notering samt fortlöpande krav. Krav inför notering består bl.a. i att bolaget skall granskas legalt, vilket innebär att viktigare avtal studeras för att bedöma verksamhetens stabilitet. Krav finns även på att ett prospekt skall upprättas samt att rutiner för offentliggörande av information etableras. Bolaget skall vidare ha tre års verifierbar historia. De fortlöpande kraven utgörs bl.a. av krav på att bolaget har en börsmässig sammansättning av styrelse och ledning samt att man beaktar, ifall bolaget är av en viss storlek, koden för bolagsstyrning. Koden för bolagsstyrning är ett resultat av det ökade intresset för bolagsstyrning och har utarbetats av en expertgrupp tillsatt av regeringen. Koden är ej lag utan aktualiseras genom börsens självreglering. Att följa koden är ej nödvändigt utan de villkor som uppställs är att bolag måste följa eller förklara varför de inte följer koden. Av koden följer att bolagsledningarnas arbete skall bli mer transparent och informationen till aktieägarna bättre. Koden innefattar även krav, liknande de som uppställs explicit i noteringskraven, som eftersträvar en mer självständig styrelse. Detta innebär att en majoritet av styrelsen måste vara självständig från bolaget och bolagsledningen samt minst två av dessa även måste vara oberoende av den dominerande aktieägare. Härigenom hoppas man undvika styrelser som inte agerar med utgångspunkt i vad som är bäst för det stora kollektivet av aktieägare.⁹

⁷ Direktiv (uppköpserbjudanden) 2004/25/EG.

⁸ Stockholmsbörsens noteringsavtal och noteringskrav med handledningstext.

⁹ MSA, Handledning vid tillämpning av svensk kod för bolagsstyrning s.47-49.

Av speciell relevans ur ett kontrollperspektiv är kraven, som uppställs i noteringskraven, på aktiespridning samt spridning av ägandet. Kravet på aktiespridning innebär att ett bolag på A-listan måste ha minst 2000 aktieägare som vardera äger aktier värda minst 20000 kronor. Kraven för O-listan är något lägre. Kravet för spridning av ägandet innebär att ett bolag på A-listan skall ha minst 25 procent av aktierna och minst 10 procent av rösterna i allmän ägo. Med allmän ägo avses någon som direkt eller indirekt innehar aktier som utgör mindre än 10 procent av aktiekapitalet eller rösterna. Av Finansinspektionens föreskrift FFFS 95:43 framgår även att aktier för att tillåtas inregistrering skall vara fritt överlåtbara.¹⁰ Föreskriften gäller inregistrering vilket innebär registrering på A-listan.¹¹ Emellertid måste aktier noterade vid O-listan också vara fritt överlåtbara.¹² Detta innebär att bolagsordningen och eventuella aktieägaravtal inte får innehålla t.ex. bestämmelser om hembud.¹³

Fördelar / nackdelar med notering

Det ligger många överväganden bakom beslutet att notera ett aktiebolag. Ofta är beslutsprocessen lång och det är flera skilda aspekter som man måste ta hänsyn till vid dessa överväganden. Tillgången till kapital är normalt den främsta anledningen till att söka sig till en börs, börsen är en marknadsplats där parter kan mötas och som regleras av ett utförligt regelverk. Börsen skall drivas på ett sätt som upprätthåller allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden och som inte otillbörligt äventyrar enskildas kapitalinsatser.¹⁴ Börsverksamheten måste vara sund för att investerarna skall söka sig dit med sitt kapital och för att emittenterna skall vara intresserade av att börsintroduceras, en fungerande sekundärmarknad är en förutsättning för en attraktiv primärmarknad.

Det finns även en rad andra fördelar med börsnotering, bolaget får högre status och mer publicitet och kan härigenom lättare attrahera attraktivt humankapital. Bolaget får också en kvalitetsstämpel som följer av de hårda krav som möter börsbolagen. Andra fördelar är att aktierna får ett pris vilket medför att de kan fungera som betalningsmedel vid förvärv, aktierna kan utnyttjas vid skapandet av incitamentsprogram, aktierna blir likvida, vilket

¹⁰ Finansinspektionens föreskrift 95:43 1:1§.

¹¹ Thorell, Vägvisaren till börsen s. 35, 85.

¹² Artikel 46 direktiv 2001/34/EG, Thorell, Vägvisaren till börsen s. 59-60.

¹³ Noteringskrav/avtal med handledningstext, Thorell, Vägvisaren till börsen kap 3-6.

¹⁴ Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet 2:1§.

möjliggör realiserandet av bundna vinster och slutligen blir förvärv av egna aktier tillåtet.¹⁵ En ökad likviditet möjliggör för delägare som inte är intresserade av att fortsätta verka i en expanderande verksamhet att sälja av sina innehav. Exempelvis är en börsnotering ett sätt att möjliggöra exit vid generationsskiftet där någon av familjemedlemmarna vill bli fri från sin aktieposition.

Problematiskt är emellertid att aktieägarstrukturen och kontrollmekanismerna förändras vid en notering, likviditeten ökar men på bekostnad av kontrollen.¹⁶ Ett av de främsta syftena med en börsnotering är att rikta sig till allmänheten för tillgång till kapital, bolaget expanderar och kretsen aktieägare vidgas. Utifrån vad ovan beskrivits innehåller noteringskraven krav på att aktieägandet skall vara spritt på en mängd investerare, fler aktörer blir delaktiga i beslutsfattandet i bolaget. Den ursprunglige aktieägaren förlorar kontrollen över aktieägarkretsen då aktieägarna fritt kan sprida aktierna vidare. Att förhindra överlåtelser är svårt eftersom regleringen på börsrättsområdet ställer upp krav på att noterade aktier skall vara fritt överlåtbara. Även möjligheterna att bestämma företagsledningens sammansättning försvåras i samband med att man riktar sig till aktiemarknaden för kapital. Som ovan beskrivits stadgar noteringskraven att en bestämd andel av styrelsen måste vara oberoende i förhållande till bolag och större aktieägare. Fler aktieägare är dessutom inblandade i valet av styrelseledamöter. Den beskrivna problematiken är ofta central vid bedömningen av huruvida en notering skall genomföras. Liknande avvägningar har bl.a. medfört att ett så stort bolag som Ikea valt att inte börsnotera sina aktier.¹⁷ Det är också denna problematik som mer ingående skall analyseras i föreliggande uppsats.

Ett alternativ till att erhålla kapital genom börsnotering kan vara att försöka få en riskkapitalist, ofta kallad Venture Capitalist eller Private-Equity Investor att placera kapital i rörelsen. På detta sätt kan man minska risken för att blanda in aktieägare med kortsiktiga investeringsplaner såsom exempelvis institutionella investerare.¹⁸ Tillskillnad från institutionella investerare bidrar ofta riskkapitalister med kunskande i form av erfarna styrelseproffs som agerar i många av riskkapitalistens portföljbolag. Detta bidrar till en mer positiv effekt till bolagets fortsatta verksamhet då de i större utsträckning ser sin investering

¹⁵ Thorell, Vägvisare till börsen s. 25-27.

¹⁶ Ibid. s. 29 och 60.

¹⁷ Holmén, A law and finance analysis s. 26.

¹⁸ Liljeblad, Corp Gov Active Ownership in Practice s.22-24.

som ett långsiktigt projekt löpande ofta över flera år.¹⁹ Problematiskt är att riskkapitalisten ofta genom sin investering planerar att senare avyttra verksamheten med vinst. Vinstrealisering sker då genom en senare börsnotering eller industriell försäljning varför man kan tycka att problemet enbart skjutits upp. Vid en kapitaltillskjutning från en riskkapitalist förlorar den ursprungliga aktieägaren ofta sin formella kontroll då riskkapitalisten är mån om att placera sig själv i en sådan situation att en senare möjlighet till exit föreligger.

Corporate Governance

Utvecklingen av den svenska aktieägarstrukturen

Ur ett historiskt perspektiv har det skett stora förändringar i aktieägarstrukturen hos noterade bolag. I början av 50-talet ägde privatpersoner 75 procent av marknadsvärdet av de listade bolagen. Vid denna tidpunkt var det institutionella ägandet i det närmaste obefintligt. Vid 70-talets mitt hade siffrorna förändrats något. Individuella investerare ägde då 50 procent. Statistiken har härefter fortsatt visa att institutionernas ägande blivit mer och mer etablerat. Idag har privata investerare en marginaliserad ägarroll i börsnoterade bolag. Institutionella aktörer innehar idag mer än 85 procent av det kapital som representeras på aktiemarknaden.²⁰ Bland de 50 största aktieägarna finns endast fem privatpersoner, övriga ägare utgörs av olika former av fondsparande samt investmentbolag.²¹ Ägartrenden har gått från ett individuellt ägande till att bli ett kollektivt ägande.

Ägandet har även blivit allt mer internationaliserat. År 2000 ägde utländska aktörer 39,2 procent av det totala börsvärdet vilket kan jämföras med exempelvis år 1991 då ägandet var 8,3 procent. Efter en nedgång år 2001-2003 stiger dock ägarandelarna nu åter. År 2005 var ägandet 34,9 procent efter en uppgång från året tidigare med 1,6 procent.²²

Förändringarna i aktieägarstrukturen har endast i viss mån medfört förändringar avseende vilka aktörer som innehar kontrollen i noterade bolag. År 1950 kontrollerades de flesta bolag av framgångsrika familjer. Dessa innehade kontrollen samtidigt som många andra investerare

¹⁹ Savén, Ett aktivt ägande skapar stora mervärden, Dagens Industri, 050728.

²⁰ Skog, A remarkable decade.

²¹ Sundqvist, Ägarna och makten 2006 s.9-10.

²² Ibid s.19.

ägde mindre andelar. Familjerna placerade ofta sina innehav i familjeägda holdingbolag, vilka dominerade scenen. Även idag kan man emellertid finna kontrollerande aktieägare i cirka 80 procent av bolagen som har mer än en miljard i marknadsvärde.²³ I mindre noterade bolag äger ofta enskilda familjer de flesta aktierna varför kontrollaktieägare här torde vara ännu mer vanligt förekommande. I endast 30 företag av 295 finns ingen ägare som har mer än 10 procent av kapital eller röster. Ett av de 30 företagen återfinns på A-listan, sex är noterade på NGM-listan och övriga finns på O-listan.²⁴ Anledningen till att det förekommer kontrollerande aktieägare i en så stor andel av bolagen är att man skapat konstruktioner för detta ändamål t.ex. genom röstvärdesdifferenser. Röstvärdesdifferenser är det i särklass vanligaste sättet att skapa kontrollpositioner i svenskt näringsliv.²⁵

Diskussion rörande bolagsstyrning

Bakgrund

Frågor rörande bolagsstyrning är i nuläget väldigt aktuella. Mycket arbete läggs ner på att skapa konstruktioner för bättre genomlysning och information till aktieägare och andra intressenter. Förtroendet för näringslivet och kapitalmarknaderna har fått en rejäl smäll i samband med att ett flertal skandaler uppmärksammats i Sverige och utomlands under senare tid. Den negativa publiciteten kombinerat med att den svenska ägardynamiken nu ställs i ett nytt ljus och utmanas av nya förhållningssätt medför att det är relevant att närmare studera de svenska förhållandena ur ett Corporate Governance perspektiv. I sin kärna rör frågan, om en ursprunglig kontrollaktieägare skall ges möjlighet att kontrollera sin verksamhet även efter en börsintroduktion, huruvida normer av detta slag skall tillåtas. I senare kapitel belyses att kontroll underlättas genom normer som möjliggör t.ex. röstvärdesdifferentiering. Den svenska modellen rörande ägarfrågor har normalt varit att flertalet bolag, såväl entreprenörsbolag som de allra största bolagen på A-listan har kontrollerats av enskilda ägare, ägandet har varit mycket koncentrerat. Den svenska modellen är emellertid nu utmanad genom en ökad tendens inom EG där en röst en aktie förordas. Drivkraften är bl.a. att undanröja inlåsnings effekter för att öka effektiviteten i näringslivet i form av omstruktureringar och resursallokeringar. Som visats ökar emellertid även inflytandet av institutionella aktörer vilket placerar bolagsstyrningsfrågorna i ett mer komplext perspektiv. Det uttrycks ofta att institutionella

²³ Skog, A remarkable decade. s.146.

²⁴ Sundqvist, Ägarna och makten 2006 s.26.

²⁵ Söderström, Ägarmakt och omvandling s.58.

ägare inte kan hantera den aktiva ägarroll som är så central för en sund övervakning av bolagsledningarna. Frågorna anhopas således vad avser relationerna mellan bolagsledningen och aktieägarna och majoritets- och minoritetsaktieägarna, frågeställningar som blir mycket relevanta i den nya dynamiska kontext där företagen figurerar.²⁶

Intressekonflikter

Vid skapandet av ett bolag uppstår en mängd intressekonflikter. Att konstruera instrument som löser intressekonflikterna på ett tillfredsställande sätt är essentiellt för ett fungerande näringsliv och en framtida hållbar tillväxt. Det har vuxit fram ett flertal olika teorier rörande Corporate Governance men den som kanske varit mest inflytelserik utgår ifrån en s.k. "Agency Theory".²⁷ Problematiken består i att det vid skapandet av större bolag uppstår en principal-agent problematik. Agentproblematiken beror på att det etableras ett informationsövertag för bolagsledningen. För att få tillgång till kapital måste ett bolag skapa ett förtroende mellan bolagsledningen och investerarna. Under önskvärda omständigheter uppstår inga kostnader av det asymmetriska förhållandet men ibland utnyttjas det genom att bolagsledningar ger sig själva fördelar på bekostnad av bolaget, kollektivet av aktieägare. Härmed måste övervakningssystem skapas för att aktieägare skall kunna känna förtroende för att deras investeringar ger den avkastning som kan förväntas. Om inte system av detta slag inger förtroende blir resultatet att kapitalet kommer att innebära en större kostnad för bolaget eftersom risken ökar.²⁸ Kostnader som uppstår när agenten missbrukar sin position kallas agency-costs medan kostnaderna för övervakning benämns övervakningskostnader.²⁹

Inom ett bolag föreligger, utöver agentproblematiken, även konflikter mellan aktieägarna. Ett fundamentalt aktiebolagsrättsligt problem är hur en avvägning skall göras mellan majoritets- och minoritetsaktieägarna. Avvägningen sker genom lagstiftning och man vill tilldela minoriteten ett skydd mot missbruk. Härmed fastställs diverse minoritetsskyddsbestämmelser som stadgar bl.a. att beslut skall tas med en särskild majoritet. Anledningen till att man inför bestämmelser av detta slag är att det gör kapitalet mindre kostsamt eftersom det skapar incitament för mindre aktieägare att investera i verksamheten. Tidigare ansåg man att de gavs incitament framförallt genom att ha möjlighet till exit, att sälja sina aktier när de var

²⁶ Ibid.

²⁷ Mallin, Corporate Governance s.10.

²⁸ Liljeblad, Active Ownership in Practice s.13-14.

²⁹ Mallin, Corporate Governance s.10-12.

missnöjda. Tendensen är emellertid att man allt mer går mot en större voice- möjlighet för mindre aktieägare i en strävan efter ett större aktivt ägande och ett mer uttryckligt Corporate Governance system.³⁰ En balans måste dock skapas genom att större aktieägare och bolagsledningen tillåts vara handlingskraftiga och ej bakbinds av minoriteten.³¹

Koncentrerat eller spritt ägande?

Sverige och kontinental Europa kännetecknas av ett koncentrerat ägande vilket underlättas av en övervägande positiv inställning till kontroll, förekomsten av ett antal starka familjer samt att lagstiftningen tillåter skapandet av diverse kontrollkonstruktioner. I relation härtill kan nämnas det anglosaxiska systemet som i sin tur präglas av en väldigt spridd aktieägarkrets. Det är problematiskt att klarlägga vilket system som är det mest fördelaktiga då många positiva och negativa egenskaper kännetecknar båda systemen.

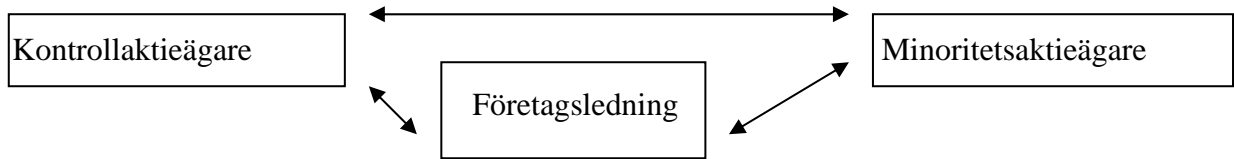
Schematiskt kan de aktuella relationerna i ett bolag beskrivas som i figur 1 nedan. De aktörer som finns i en bolagskontext är majoritetsaktieägare, minoritetsaktieägare samt företagsledningen. Minoriteten har ofta inget intresse av att vara en aktiv ägare, investeringen ses framförallt som en avkastningsmöjlighet, så den relevanta frågeställningen blir vilket organ av majoritetsaktieägaren eller företagsledningen som får den dominerande positionen samt hur relationerna skall regleras?³² Vid ett koncentrerat ägande har kontrollaktieägaren den övervakande samt styrande rollen. Kontrollaktieägaren beslutar i de viktigaste frågorna samt har möjlighet att avsätta styrelsen. I en spridd aktieägarkrets ges emellertid företagsledningen ofta en starkare roll. Företagsledningen kan då mer självständigt agera eftersom färre aktieägare vanligtvis har ett lika stort intresse av att intervensera i deras arbete som då en kontrollerande aktieägare föreligger. Den avgörande pressen på styrelsen kommer då ifrån marknadskrafterna eftersom ett bolag som sköts dåligt minskar i marknadsvärde och lättare blir föremål för fientliga uppköp. En spridd ägarkrets har oftare ett större intresse i rena avkastningsmöjligheter.

³⁰ Gilson, Controlling controlling shareholders.

³¹ Rodhe, Aktiebolagsrätt s.22.

³² Söderström, Ägarmakt och omvandling s.29.

Figur 1.



Vid ett beslut rörande börsintroduktion måste, som ovan beskrivs, den ursprungliga aktieägaren göra en avvägning där bevarandet av kontroll får en viktig funktion. Introduktionen innebär att fler aktieägare är inblandade i verksamheten och ägandefrågorna blir mer dynamiska. Värdet av kontroll är ofta stort för en entreprenör och det kan inverka negativt på intresset att expandera eller rekonstruera en verksamhet om inte det ges möjlighet till fortsatt kontroll. När det gäller beslut vid finansiering har visats att betydelsen av ägarkoncentrationen är stor. En kontrollerande aktieägare kan förväntas finansiera sin verksamhet på ett sätt som inte medför en minimerad ägarutspädning. Framförallt finansieras expanderings genom återinvesterade vinster men i de fall detta inte är möjligt emitteras aktier. Detta innebär att företag kan gå miste om hög tillväxtpotential om inte möjligheter föreligger att utnyttja riskkapital utan att förlora kontrollen. Samhället skulle då gå miste om många möjligheter till tillväxtökningar och en utveckling av välbefindandet.³³

Kontrollerande aktieägare har ofta en långsiktig tidshorisont när de planerar verksamheten och kan härigenom genomdriva långsiktiga satsningar och investeringar.³⁴ Anställda och andra intressenter är intresserade av att agera i bolag med stabila maktstrukturer där man inte riskerar ständiga ägarbyten.³⁵ En stark aktieägare utgör en tydlig motpart vid fackliga förhandlingar som underlättar genomdrivandet av fackliga reformer eftersom risken vid ett spritt ägande är att ingen ägare vill ta sitt ansvar.³⁶ Om man istället skapar ett system med ett starkt minoritetsskydd kan detta ofta i realiteten innebära ett svagare skydd för just minoritetsaktieägarna. Deras intressen riskerar att bli eftersatta om de får en allt för stor möjlighet att påverka verksamheten eftersom detta kan förlama aktieägarnas möjlighet till beslutsfattande och placerar allt för stor makt hos företagsledningen.³⁷ Koncentrerat ägande

³³ Söderström, Ägarmakt och omvandling s.77.

³⁴ Roos, Avtal och rösträtt s. 60. Mallin, Corporate Governance s.55.

³⁵ SOU 1986:23, SOU 1988:38.

³⁶ Bergström, Stark ägare ger tydlig facklig motpart, Jusektidningen, 060203.

³⁷ Söderström, Ägarmakt och omvandling s.30.

t.ex. genom röstvärdesdifferentiering innebär att en entreprenör kan bibehålla kontroll även i de fall han innehar en mindre del av kapitalet. Denna möjlighet medför ett incitament att övervaka bolagsledningen och härmed minskar övervakningskostnaderna. Värdet av kontroll innebär här att entreprenören tar på sig kostnaden att övervaka verksamheten och detta är en stor fördel både individuellt och för samhället.³⁸ Kontrollerande aktieägare utövar den övervakande funktionen på ett bättre sätt då de har bättre tillgång till information och en bättre förståelse för och insikt i verksamheten. De är också i en bättre position att utöva påtryckningar på bolagsledningen. Av denna anledning har det hävdats att alla bolag borde ha en stark aktieägare.

Det hävdas bl.a. att det koncentrerade ägandet lämpar sig väl i en tid av ekonomisk stabilitet eftersom det anpassar sig långsammare till förändringar och därför medför en långsiktighet och stabilitet. Samma egenskaper kan emellertid innebära problem i tider som kräver snabba omkastningar och dynamiska ställningstaganden. Kontrollaktieägaren värderar kontroll högt vilket innebär att en omstrukturering bara äger rum ifall kompensation sker av både bolagets tillgångar och framtida vinst men även av det värde som kan kopplas till kontrollpositionen.³⁹ I USA där spritt ägande förekommer i mycket stor utsträckning styrs emellertid övervakningen framförallt av marknadskrafterna. Omstruktureringar sker ofta och kraftfullt genom publika uppköp och fusioner. Detta beror på att om verksamheten går dåligt värderas aktierna lägre och då blir de oftare föremål för uppköpserbjudanden. På detta sätt lever bolagsledningarna ständigt med ett tryck från marknaden då de nästan alltid avsätts vid publika uppköp. Det positiva med ett system likt detta anses vara att marknaden gör bra värderingar samt att bolagsledningar tvingas vara kreativa och lyhörda för vilka förväntningar som ställs. Avvisidorna däremot kan vara att det kortsiktiga aktievärdet kan vara det som i alltför stor utsträckning styr beslutsfattandet och att man härigenom enbart siktar på att visa upp bra resultat i nästa kvartalsrapport.⁴⁰ Kontinentaleuropa och i synnerhet Sverige representeras som nämnts av en koncentrerad ägarkrets. Det hävdas att en aktieägarstruktur av detta slag ofta leder till inlåsnings effekter och därmed ett mindre flexibelt näringsliv. Faktum är dock att det svenska näringslivet visat upp en lika stor omstruktureringsförmåga som Storbritannien som representerar det anglosaxiska systemet. Storbritannien har dock en större

³⁸ Ibid s.74.

³⁹ Söderström, Ägarmakt och omvandling s.128.

⁴⁰ Ibid s.47-49.

andel fientliga uppköpserbudanden men även denna siffra kan förväntas öka framöver i Sverige.⁴¹

En annan problematik består i att det kan blir dyrare att få tillgång till kapital om möjligheten till voice är liten för en potentiell investerare. Minoriteter kan även belastas med kostnader som uppstår då den kontrollerande aktieägaren handlar på ett sätt som missgynnar bolaget som helhet. Detta kan uppstå i de fall aktieägaren har en annan strategi eller syfte med sitt aktieinnehav. Ifall en kontrollerande aktieägare enbart agerar utifrån sina privata intressen och gör detta utifrån dålig information riskeras snedvridna beslut sett ur ett samhällsekonomiskt perspektiv. Vid utnyttjande av kontrollkonstruktioner såsom röstvärdesdifferentiering modifieras den fundamentala principen i associationsrätten att risk och kontroll bör vara sammanlänkad.⁴² Risken är här att den ursprungliga aktieägarens privatvärde av kontrollen är så stort att han inte undandrar sig från att missbruka minoriteten.⁴³ En kontrollerande aktieägare kan missgynna minoriteten i de fall han ej äger 100 procent eftersom han ej får all avkastning men ändå lägger ner mer kostnader på övervakning.⁴⁴

Institutionella ägare som aktiva ägare

Det kollektiva ägandet i form av institutionellt ägande har ökat under senare år i Sverige. Institutionella ägare utgör merparten av börsvärdet och de privata ägarna har härmed förpassats till en marginell position. Förändringen i ägarstrukturen har medfört att de institutionella ägarna har utsatts för ett större tryck att vara aktiva ägare. Aktivt ägande är en av grundtankarna bakom Aktiebolagslagen och ett sätt att minimera bolagsstyrningsproblematiken.⁴⁵ Det hävdas dock att det svenska fondkapitalet inte är lämpat och inte heller villigt att ta på sig en aktiv ägarroll.⁴⁶ Tendenser till förändring har under senare tid kunnat iaktas bland institutionella ägare som oftare än tidigare utgör en inflytelserik kraft i sina portföljbolags verksamheter.⁴⁷

⁴¹ Ibid s.81.

⁴² Bjuggren, Ownership, control and performance s. 21, SOU 1981:78, Roos, Avtal och rösträtt s. 47, 59, Bebchuk, Stock Pyramids, Cross ownership and Dual Class Equity.

⁴³ Söderström, Ägarmakt och omvandling s.76.

⁴⁴ Liljeblad, Active Ownership in Practice s.19.

⁴⁵ Prop 1997/98:99 s.175.

⁴⁶ Söderström, Ägarmakt och omvandling s175.

⁴⁷ Skog, A Remarkable Decade s.149.

När man studerar olika ägarsubjekt är det möjligt att ordna dem utifrån deras benägenhet att utöva voice och exit, likt figur 2 nedan.⁴⁸

Figur 2.

High	Foreign Investors Insurance Companies Pension Funds	Large Dispersed private possessions
EXIT	Small Private Possessions	Investment Companies Large Concentrated possessions
Low	State and organisations with Ideological possessions	State and organisations with connected businesses
	Low	High
	VOICE	

Voice kan utövas på ett flertal olika sätt bl.a. genom deltagande på bolagsstämman samt representation i styrelsen. Exit handlar däremot om att undandra sig olägenheter genom att sälja av sitt innehav. Eftersom de institutionella aktörerna representerar så mycket kapital utgör de en potentiellt mycket viktig grupp som kan minska övervakningskostnaderna och öka trycket på bolagsledningarna och höja förtroendet för kapitalmarknaderna. Ett problem är dock att fonder till sin konstruktion har ett antal inneboende egenskaper som medför att incitament saknas till ett aktivt ägande. Investeringsfonder följer Lag (2004:46) om investeringsfonder vilken medför en separation av risk och kontroll. Andelsägarna är de som äger fonden som i sin tur förvaltas av fondbolaget som har förvaltaransvaret. Anställda hos fondbolaget kommer således att förvalta kapitalet för andelsägarnas räkning vilket innebär minskade incitament att utöva ett aktivt ägande eftersom fondbolaget ej har rätt till varken vinstökning eller utdelning.⁴⁹ Ifall förvaltaren lade ner kostnader på övervakning skulle detta innebära konkurrensnackdelar jämfört med andra fondverksamheter och kunna skapa ”free-rider” problem där andra fonder gynnades av dess övervakning. Fondbolaget tjänar istället på ett ökat antal andelsägare, något som ofta medför att förvaltarens planeringshorisont blir kort och inriktad på snabba transaktioner och bra marknadsföring.

Ett annat uppmärksammat problem är svårigheterna i att bedöma huruvida förvaltaren agerar i andelsägarnas intresse. Problematiken har sin utgångspunkt i att förvaltaren har två

⁴⁸ Enquist, Huvudmannaskapets dialektik.

⁴⁹ Pålsson, Fondbolagen- de ovilliga och olämpliga ägarna s.17.

huvudmän, dels andelsägarna, dels fondbolagets aktieägare. Risken är stor för lojalitetskonflikter eftersom fondverksamheten i Sverige i stor utsträckning ägs av de stora bankerna. En konflikt kan då uppstå om banken även är en stor långivare till det bolag vars aktier skall förvaltas.⁵⁰ Sammanfattningsvis kan sägas att den konstruktion som skapats för fondverksamhet i många fall neutraliserar incitamenten för förvaltarna att utöva ett aktivt ägande och detta resulterar i att styrningen av bolag på aktiemarknaderna riskerar att bli bristfällig.

Vad som trots allt kunnat iakttas är att ett aktivt ägande ökat från institutionellt håll. Tendensen är att inte bara rösta med fötterna genom att sälja av innehavet utan även ett större grepp om voice möjligheten har tagits. Ett tydligt exempel är Volvo/Renault affären där ett antal stora institutionella aktörer genomdrev sitt inflytande i samförstånd och ställde krav, något som kan sägas vara inledningen till en mer reaktionär fas av institutionellt ägande i svenskt näringsliv. För första gången var institutionella ägare med och skapade spelreglerna.⁵¹

Kritik riktas emellertid mot de institutionella aktörernas kompetens och strategi för att utöva ett ökat aktivt inflytande. Vissa kritiker hävdar att fonder inte är lämpade då de inte har den rätta inblicken för den här sortens uppgifter. De har en så spridd ägarportfölj att de inte har möjlighet att skapa en djupgående bild av verksamheten. Tillskillnad från t.ex. investmentbolag bidrar vanligtvis inte institutionella investerare såsom fonder och försäkringsbolag med värdefull kompetens. Riskkapitalbolag och investmentbolag har ett större intresse av att utöva inflytande och på ett aktivt sätt utveckla portföljbolaget, något som kan utläsas i figur 2 ovan där Investment Companies är placerade till höger.⁵²

Institutionella ägare låter ofta marknadens syn på aktieplaceringar, vilket återspeglas i prisförändringar, styra valet av placeringsalternativ. Härigenom kan branschspecifika insikter som bolagsledningen erhållit gå förlorade om de inte överensstämmer med marknadens uppfattning. Institutionella ägare har i många fall en investeringsstrategi som inte sammanfaller med det bästa för bolaget. De är mer intresserade av att behålla och skapa ett gott rykte genom höga värdestegringar på innehav än att bygga upp en verksamhet över en längre tidsperiod. Institutionella ägare kan också vara mer riskbenägna vilket beror på att de

⁵⁰ Ibid s.10.

⁵¹ Skog, A remarkable decade s.151.

⁵² Savén, Ett aktivt ägande skapar stora mervärden, Dagens Industri, 050728.

som styr fondernas verksamhet är intresserade av positiva värdeökningar samtidigt som de inte drabbas lika hårt av en värdenedgång i jämförelse med t.ex. en entreprenör som investerat mycket av sin förmögenhet och tid i bolaget.⁵³

Många oroas över den utveckling som pågår, där finansiella institutioner med otåligen finansmän som förvaltare växer som aktörer och hela tiden expanderar sina portföljer. De privata ägarna har en marginell roll och de ser sina investeringar enbart som avkastningsgenererande instrument. Det långsiktiga ägandet elimineras sakta i en kontext där omstruktureringar och kortsiktiga investeringar förordas. Fonder har inte ett långsiktigt perspektiv utan strävar efter att maximera sina investeringar på kort sikt med uttalade sälj och köp- strategier. De herrelösa bolagen ökar och bolagsledningarna håller sakta på att få större makt. Konflikten står mellan det kortsiktiga och det långsiktiga. Kortsiktighet riskerar att riva ner istället för att effektivisera och omstrukturera medan långsiktighet kan vara en undanflykt för att förhindra nödvändig omvandling. Som ovan beskrivits har koncentrerat ägande länge varit den övervägande modellen i Sverige men den kompliceras genom det ökade institutionella och internationaliserade ägandet. Ägare med långsiktiga visioner likt Kamprad, Persson, Rausing, Stenbeck och Wallenberg måste i dagens näringsliv konkurrera med aggressiva hedgefonder. Ägarstrukturen i svenskt näringsliv står inför betydande förändringar och frågan är vilka konsekvenser som kan förväntas uppstå.⁵⁴

Värdet av kontroll

Studier visar att det i genomsnitt säljs endast omkring 31 procent av ett företags totala antal utestående aktier i samband med en börsintroduktion i Sverige. De aktier som överlåts är i första hand B-aktier vilka emitteras medan de röststarka aktierna behålls av de ursprungliga aktieägarna. En typisk privat kontrollaktieägare kontrollerar sitt företag på en solid grund då denne kontrollerar cirka 81 procent av rösterna samt innehar runt 58 procent av kapitalet. Resterande aktieägare är ofta små och utövar ett passivt ägande. Dessa siffror kan relateras till de fall där institutionella ägare introducerar bolag, efter introduktionen genomförts har de typiskt sett 48 procent av rösterna samt 38 procent av kapitalet. Skillnaderna mellan privata och institutionella kontrollaktieägare förstärks även över tid. Om man ser över en längre tidsperiod späds kontrollen ut något, efter fem år behåller den typiske privata

⁵³ Skog, A remarkable decade, Coffee, Liquidity versus Control.

⁵⁴ Ahlqvist, DI Ledare, Bara långsiktighet kan skapa stora värden, Dagens Industri, 060227.

kontrollaktieägaren 51 procent av rösterna och 25 procent av kapitalet. Efter samma period har oftast institutionella investerare sålt ut sina innehav. Privata kontrollaktieägare planerar dock ofta för en utspädning, som vanligtvis sker genom riktade emissioner av B-aktier, genom att behålla en större post vid introduktionen än vad som de facto behövs för att utöva kontroll.⁵⁵

Av ovanstående kartläggning följer att kontroll framstår som något eftersträvansvärt. Den naturliga följdfrågan blir då varför kontroll anses vara något eftersträvansvärt och utifrån vilka faktorer kontrollstrukturer förändras? Det föreligger många olika teorier kring varför kontrollen av bolag förändras. Amerikansk ekonomilitteratur har bl.a. hävdats att en minskad ägarkoncentration normalt medför avtagande ägarkontroll. Andra studier visar däremot att kontroll i större utsträckning beror på den ursprungliga aktieägares beslut under verksamhetens bestånd vilket är en mer dynamisk teori än ovanstående statistiska jämförelse.⁵⁶ Aktieägaren beslutar sig för att skaffa det kapital som kan erhållas till lägst kostnad. Expansion kan ske genom utnyttjande av vinstmedel alternativt genom en nyemission eller med hjälp av främmande kapital genom upptagande av lån. Upptagande av lån kan vara problematiskt för nya verksamheter eller bolag som vill rekonstruera sin situation givet den stora osäkerhet som är sammankopplade med krediten.⁵⁷

I de fall företagets verksamhet expanderar snabbt räcker ofta inte vinstmedlen varför en nyemission istället blir nödvändig. Valet mellan att själv tillskjuta kapitalet eller låta någon annan investera är avhängigt hur den ursprunglige aktieägaren anser att detta påverkar förmögenhetsvärdet. Vem har högst förräntningskrav, d.v.s. från vem kan kapital tillskjutas till lägst kostnad? Vid beslutsfattandet måste den ursprunglige aktieägaren även ta ställning till hur han värderar ett kontrollinnehav. Om han värdesätter kontroll högt kan detta leda till att bolaget nekas att expandera vilket kan vara negativt ur en företagsekonomisk aspekt. När aktieägaren skall bestämma sig för om han skall tillskjuta mer kapital är naturligtvis även de personliga riskpreferenserna relevanta.⁵⁸

Vid en analys av varför ursprungliga aktieägare anser kontroll vara relevant framkommer att privatvärdet av kontroll är ett centralt begrepp. Privatvärdet av kontroll utgörs av en mängd

⁵⁵ Söderström, Ägarmakt och omvandling s.68-69.

⁵⁶ SOU 1988:38 s.282-288.

⁵⁷ Liljeblad, Active Ownership in Practice s.21.

⁵⁸ SOU 1988:38 s. 282-288.

företeelser vilka kan sägas vara av både bra och dålig natur. Det brukar definieras som den nytta kontrollaktieägaren får av företaget utöver den finansiella avkastningen. Privatvärdet kan empiriskt mätas genom den kontrollpremie som utfaller vid blocktransaktioner, transaktioner som medför kontroll. Privatvärdet kan vara både positivt och negativt ur ett minoritetsperspektiv. Som exempel kan nämnas att positiva effekter är bl.a. ansvarskänsla och företagarglädje, neutrala effekter kan vara social status samt möjlighet att påverka samhället medan negativa effekter utgörs av bl.a. emotionella band till olönsamma verksamheter samt möjlighet till överbetalning av egna arbetsinsatser.⁵⁹

Andra faktorer som påverkar aktieägarkontrollen är hur lagregleringen är utformad.⁶⁰ Något som hävdas är att kontrollaktieägare gynnas av en reglering som inte i tillräcklig grad tillgodoser minoritetsaktieägares intressen.⁶¹ Orsakssamband visar att om små aktieägare har ett mindre skydd kan värdet av kontroll öka för den privata aktieägare som då kan styra verksamheten i än större utsträckning. Det är även lättare att ta kontroll i stater med svagt minoritetsskydd eftersom aktierna här värderas lägre.⁶² Även normer som möjliggör konkreta kontrollkonstruktioner underlättar övertagande av kontrollpositioner. En sådan är röstvärdesdifferentiering som möjliggör ökad kontroll även i de fall där kontrollaktieägaren inte har möjlighet att tillskjuta någon större kapitalandel.⁶³ Motsatsvis kan nämnas att det spridda ägandet i USA uppkommit genom att bl.a. minoritetsskyddet gjorts starkare samt att statsmakten varit uttalat negativ mot t.ex. pyramider och korsvisa äganden.⁶⁴

Sammanfattningsvis kan således sägas att valet av hur en expansion skall finansieras bygger på en mängd avvägningar som inbegriper både ekonomiska, personliga och juridiska hänsyn. Utgångspunkten i föreliggande uppsats är emellertid att en ursprunglig aktieägare väljer att rikta sig till allmänheten för kapital. Valet att introducera sitt bolag på aktiemarknaden innebär då att ett flertal utomstående får möjlighet att investera och därmed också rätt att utöva sitt inflytande över verksamheten. I nästföljande kapitel undersöks vilka möjligheter som står till buds för den ursprunglige aktieägaren, som ej haft möjlighet eller inte funnit det önskvärt att finansiera sin rörelse själv eller genom främmande kapital, att bibehålla kontrollen över verksamheten trots det ökade utomstående inflytandet.

⁵⁹ Söderström, Ägarmakt och omvandling s.27-28.

⁶⁰ Coffee, Rise of dispersed ownership.

⁶¹ Gilson, Controlling shareholder and corporate governance.

⁶² Söderström, Ägarmakt och omvandling s.28.

⁶³ Högfeldt, History and politics of corporate ownership.

⁶⁴ Söderström, Ägarmakt och omvandling s.28, 49, 70

Alternativa kontrollkonstruktioner

Fullmaktsinsamlingar

Ett sätt att skapa en stark position på bolagsstämman är att samla in fullmakter från aktieägarna. På detta sätt kan bolagsledningen eller en mindre grupp aktieägare skapa röstmajoritet och påverka verksamhetens beslut. En utvecklad men relativt ovanlig form av sådana insamlingar är aktieägarföreningar.⁶⁵

Vid insamling av fullmakter ställs inga krav på att fullmakterna måste innehålla specifika instruktioner. Fullmakter formuleras ofta på ett sätt som ger innehavaren frihet att själv besluta på stämman.⁶⁶ Fullmakten skall vara skriftlig, undertecknad och daterad då den bara är giltig under ett år, ABL 9:3§1st. Insamling av fullmakter får inte ske på bolagets bekostnad. Fullmaktsinsamlingar av detta slag är dock ovanliga vilket förmodligen kan förklaras av att många andra kontrollkonstruktioner är fördelaktigare.⁶⁷ Fullmakterna måste insamlas på nytt varje år vilket innebär ett stort administrativt arbete.⁶⁸ Denna konstruktion är även instabil då aktieägarna kan välja att återkalla sina fullmakter eller ge dem till konkurrerande grupperingar.⁶⁹

Fullmaktsinstitutet kommer att förändras vid införandet av den nya aktiebolagslagen. Det kommer då att bli enklare och mindre kostsamt att använda sig av fullmakter. Vilka förändringar denna möjlighet kan förväntas medföra behandlas närmare nedan.⁷⁰

Företrädesrätt vid emissioner

Vid ökning av aktiekapitalet genom emissioner av aktier, konvertibler eller teckningsoptioner uppstår det frågor avseende hur de utgivna aktierna skall fördelas. För att förhindra omkastningar i maktstrukturer stadgar Aktiebolagslagen att ursprungliga aktieägare skall ha

⁶⁵ Roos, Avtal och rösträtt s. 74-75.

⁶⁶ SOU 1986:23 s. 81.

⁶⁷ Prop 2004/05:85 s. 295.

⁶⁸ SOU 19886:23 s. 82.

⁶⁹ Roos avtal och rösträtt s. 45.

⁷⁰ Se nedan vid Försvagning av kontrollpositioner.

företrädesrätt till de nya aktierna. Principen är således att aktierna skall fördelas mellan de tidigare aktieägarna i förhållande till det antal aktier de innehar. Härigenom kan även aktieägarna tillgodogöras eventuella förmånliga teckningskurser, en rätt som härleds ur likhetsprincipen.⁷¹ Ett undantag aktualiseras då en emission sker mot apportegendom, en apportemission. Här skulle en företrädesrätt motverka sitt syfte då det är den specifika apportegendomen som man vill få tillgång till.⁷²

I de fall möjligheten att implementera röstvärdesdifferenser har utnyttjats skall en bestämmelse tas in i bolagsordningen som beskriver på vilket sätt innehav av aktier som ger starkare rösträtt eller förmånlig position vid utdelning ger företrädesrätt vid emissioner av nya aktier.⁷³ En kontrollerande aktieägare kan även öka sin kontrollposition genom att besluta om riktade emissioner. Beslut skall fattas av bolagsstämman eller av styrelsen om bemyndigande därtill givits. Emellertid måste alltid generalklausulen beaktas som skydd för missbruk gentemot minoriteten, den riktade emissionen får inte ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare. Beslut av bolagsstämman måste tas med två tredjedelars majoritet av såväl avgivna röster som de vid stämman företrädde aktierna.⁷⁴ Särskilda majoritetsregler gäller dessutom vid vissa riktade emissioner enligt den tidigare LEO-lagen som förts in i den nya aktiebolagslagens (2005:551) 16 kapitel.

Rösträttsbegränsningar

Rösträttsbegränsningar kan användas för att gynna den egna kontrollpositionen genom att begränsa andra aktörers inflytande men kan även resultera i att den egna kontrollen begränsas av de införda rösträttsbegränsningarna.⁷⁵ Rösträttsbegränsningar kan ytterligare förstärka en kontrollaktieägares position vid innehav av ett begränsat antal aktier om rösträttsbegränsningen är knuten till hur stor kapitalandel av aktierna man besitter.

Fram till år 1999 fanns en lagregel i Aktiebolagslagen (1975:1385) som sade att aktieägare inte fick rösta för mer än 20 procent av de på stämman företrädde aktierna. Bestämmelsen

⁷¹ Prop 2004/05:85 s.334.

⁷² Ibid s.341.

⁷³ Ibid s.248.

⁷⁴ Ibid s.341.

⁷⁵ SOU 1986:23 s. 84-85.

motiverades av hänsyn till mindre aktieägare som annars hade svårt att få sin röst hörd på stämman. I de fall avsteg från regeln önskades fick detta ske genom en ändring av bolagsordningen. Idag har emellertid regleringen ändrats på så sätt att utgångspunkten nu är att man får rösta för sitt fulla aktieinnehav.⁷⁶ I den nya aktiebolagslagen sägs i likhet med den tidigare rådande bestämmelsen att man får rösta för sitt fulla aktieinnehav om inte annat följer av bolagsordningen.⁷⁷ Ett historiskt exempel på en variant av rösträttsbegränsning gick tidigare att finna i Skandias bolagsordning vilken innehöll en graderad rösträttsbegränsning. Den var utformad så att ingen aktieägare fick avge mer än 30 röster.⁷⁸ Som vi sett kan avvikelser ske även idag genom explicita regleringar i bolagsordningen. En begränsning i denna rätt följer dock av att man inte tillåts skapa konstruktioner som möjliggör att man sätter röstvärdesdifferenserna ur spel. Röstvärdesdifferensen får vara högst 1:10 och detta förhållande får man således inte kringgå.⁷⁹

Överlåtelsebegränsningar

Aktiebolagslagen (1975:1385) stadgar att hembud är den möjlighet som föreligger för att i bolagsordningen frångå huvudregeln om aktiernas fria överlåtbarhet.⁸⁰ Hembud innebär att den som förvärvar en aktie med hembudsskyldighet måste erbjuda de som har företrädesrätt att förvärva aktien. Erbjudandet måste ske inom en bestämd tidsfrist och priset bestäms utifrån av lagen fastställda bestämmelser. Genom att införa en hembudsklausul kan ursprungsaktieägaren kontrollera vilka som tillåts förvärva aktier. På detta sätt kan aktieägaren förvissa sig om att han även fortsättningsvis kan styra verksamheten. Den nya aktiebolagslagen utvidgar möjligheterna att skapa överlåtelsebegränsningar i bolagsordningen. De nya möjligheterna består i att konstruera förköpsklausuler eller samtyckesklausuler.⁸¹ Emellertid är endast hembud tillåtet för avstämningsbolag.

Införandet av överlåtelsebegränsningar i bolagsordningen kan dock ge upphov till problem vid en eventuell börsnotering. För att notera aktier vid en börs måste aktierna vara fritt överlåtbara. I de fall de belastas av överlåtelsebegränsningar uppfylls ej detta krav och

⁷⁶ Aktiebolagslagen (1975:1385) 9:5§ samt Rodhe, Aktiebolagsrätt s. 171.

⁷⁷ Aktiebolagslagen (2005:551) 7:8§.

⁷⁸ SOU 1986:23 s. 84.

⁷⁹ Prop 1997/98:99 s. 122, 232, 423.

⁸⁰ Aktiebolagslagen (1975:1385) 3:3§.

⁸¹ Aktiebolagslagen (2005:551) 4:7§ ff..

därmed skall notering inte tillåtas.⁸² Aktieägare undgår ofta denna reglering genom att enbart notera ett visst antal aktier och låta resterande del belastas med överlåtelsebegränsningar. Utnyttjande av hembud som ett sätt att skapa en kontrollposition bygger på förutsättningen att de ursprungliga aktieägarna har kapital nog för att kunna bjuda på den aktie som är till försäljning. En oönskad konsekvens av att inneha röststarka A-aktier med överlåtelsebegränsning är att aktien blir mindre likvid, det tar längre tid att realisera en vinst. Denna problematik kan emellertid lösas genom ett införande av ett omvandlingsförbehåll i bolagsordningen.⁸³

Korsvist ägande / Pyramider

En annan konstruktion som kan bidra till att en kontrollposition bibehålls är korsvist ägande. Korsvist ägande innebär att två eller flera bolag ömsesidigt äger aktier i varandras bolag. Är exempelvis bolag A en stark ägare i bolag B som äger aktier i bolag A kan den ursprunglige aktieägaren i bolag A få en ännu större makt i bolag A utan att investera ytterliggare eget kapital. Ofta sker ägandet genom att flera parter deltar, detta kallas cirkulärt ägande och kan vara att föredra i de fall man riskerar att hamna i konflikt med reglerna om förvärv av egna aktier.⁸⁴

Det korsvisa ägandet har utsatts för kritik då det anses medföra flera negativa konsekvenser för kapitalmarknaden. Exempelvis blir ägarstrukturerna mindre transparenta och det korsvisa ägandet kan även medföra att styrelserna i praktiken blir oåtkomliga. Mindre aktieägare kan härigenom utsättas för oegentligheter då deras möjligheter att påverka begränsas. Samtidigt riskerar verksamhetens fortlöpande arbete att bli mindre effektivt och mer rigitt då styrelsen inte känner hotet från fientliga uppköp.⁸⁵ Korsvist ägande användes länge flitigt men återfinns idag endast i enstaka sfärer.⁸⁶

En annan konstruktion som också syftar till att skapa kontrollpositioner med utnyttjande av en begränsad mängd kapital är pyramidkonstruktioner. Pyramidbyggnader eller ask-i-ask ägande som det också kallas, skapas då en ursprunglig aktieägare äger aktier i bolag A som i sin tur

⁸² Finansinspektionens föreskrift 95:43 1:1§, SOU 1986:23 s 82.

⁸³ Aktiebolagslagen (2005:551) 4:6§.

⁸⁴ SOU 1988:38, s. 120.

⁸⁵ SOU 1986:23 s. 87-88, Rydén, Korsvist ägande, Balans 1985:6 s. 6-9, Palmstierna, Sverige behöver A-och B-aktier, Dagens Industri 020323.

⁸⁶ Söderström, Ägarmakt och omvandling s.59.

äger aktier i bolag B o.s.v.. Pyramider kan bli väldigt vidsträckta och medför att den ursprungliga aktieägaren som förvärvat aktier i bolag A kan med ett relativt liten kapitaltillskott få kontroll i flera bolag.⁸⁷ Pyramider separerar mycket effektivt röster från kapital, speciellt om de används i kombination med röstvärdesdifferenser. Trots att svenska pyramidkonstruktioner ofta är relativt grunda, i Sverige är tre nivåer vanligast vilket kan jämföras med Italien där det kan förekomma ända upp till tio nivåer, blir hävstångseffekten vid kombination med starkt röststyrka betydande. Vid en bedömning av en pyramid kan som tumregel i praktiken vid separation mellan röster och kontroll sägas att effekten till 2/3 beror på pyramidägandet och 1/3 kommer från användningen av röstvärdesdifferenser. Ändå är det röstvärdesdifferenserna som framförallt varit föremål för utredningar då förändringar av ägarstrukturerna varit aktuellt.⁸⁸ Likartad kritik som mot det korsvisa ägandet kan riktas mot pyramidbyggnader, ägarstrukturerna blir mer svåröverskådliga och risken för missbruk gentemot minoritetsintressen ökar. Risk finns även för att inlåsnings effekter skapas som försvårar omstruktureringar.⁸⁹

Konvertibler, Kapital- och Vinstandelsbevis

I det fall ett bolag önskar införskaffa ytterliggare kapital kan detta ske antingen genom en nyemission men även genom att bolaget ger ut skuldebrev d.v.s. tar upp lån. Det existerar flera olika konstruktioner avseende utgivande av skuldebrev vilkas syfte är att minska kapitalkostnaden genom att erbjuda attraktiva villkor. Några av dessa konstruktioner är konvertibler, teckningsoptioner och vinst- och kapitalandelsbevis. Konvertibler ger innehavaren en rätt att konvertera skuldebrevet till en aktie vid ett senare tillfälle. I förslaget till den nya aktiebolagslagen har införts en nyhet som innebär en större kontrollmöjlighet för ursprungsaktieägaren. Konvertibler kan i den nya regleringen utformas som en skyldighet för innehavaren, en tvingande konvertibel, att vid en fastställd tidpunkt omvandla skuldebrevet till en aktie om bolaget så önskar. Vid rädsla för att förlora möjligheten att styra verksamheten kan man härigenom ta in en finansiär på prov under en tid för att därefter besluta om konvertering skall tillåtas.⁹⁰

⁸⁷ SOU 1986:23.

⁸⁸ Söderström, Ägarmakt och omvandling s.59-61.

⁸⁹ SOU 1986:23 s. 122, Roos, Avtal och rösträtt s. 44, Bebchuk, Stock Pyramids, Cross Ownership and Dual Class Equity.

⁹⁰ Prop 2004/05:85 s.342, Levander, Experternas lösning på företagets nyårspussel, Dagens Industri, 051220.

Vinstandelsbevis innebär att räntan är baserad på vinsten som bolaget gör medan kapitalandelsbevis medför en rätt för innehavaren att vid skuldens återbetalning erhålla ett belopp som varierar beroende av den kapitalmängd som finns i bolaget. Dessa instrument har vissa likheter med röstvärdesdifferenser då man i båda fallen frångår principen om att risk och kontroll skall åtföljas. Andelsbevis är intressanta eftersom innehavarens position i viss mån kan jämföras med den position som en aktieägare befinner sig i. Man kan därför ifrågasätta om inte utgivandet av andelsbevis är ett sätt att kringgå begränsningen avseende skillnader mellan aktiers röstvärdesstyrka eftersom innehavaren av andelsbeviset inte har någon voice möjlighet.

Kapitalandelsbevis förbjöds i samband med införandet av 1975- års aktiebolagslag.⁹¹ Innan 1975- års aktiebolagslag förelåg inget förbud trots att andelsbevisen hamnat i stort vanrykte efter Kreuger kraschen. Anledningen till att kapitalandelslån förbjöds var att det ansågs möjligt för bolagen att manipulera lånekurserna för att i ett senare skede lösa ut dem. På senare tid har det emellertid börjat diskuteras om inte hindret mot kapitalandelslån borde avregleras. Denna form av finansiering efterfrågas av näringslivet och det är svårt att se motivet till förbudet då det idag figurerar en mängd olika finansiella instrument med ett stort riskinslag.⁹² Aktiebolagskommittén uttalar att det är upp till de enskilda aktörerna att väga nackdelar och fördelar då det gäller risker och avsaknad av inflytande. Priset på kapitalet kommer också att bestämmas härafter.⁹³ Av denna anledning tillåts utgivandet av kapitalandelsbevis återigen genom införandet av den nya aktiebolagslagen.⁹⁴

Att ge ut vinst- och kapitalandelsbevis istället för att nyemittera aktier är ett sätt för en ursprunglig aktieägare att bibehålla kontroll. Detta är möjligt beroende på att innehavaren inte tillerkänns någon rösträtt.⁹⁵ Möjligheterna att finansiera verksamheten genom utgivande av andelsbevis är emellertid begränsade eftersom noteringskraven ställer upp som villkor att bolaget utgivit ett visst antal aktier. På längre sikt ökar även bolagets finansiella styrka mer genom finansiering av verksamheten med eget istället för främmande kapital.

⁹¹ Aktiebolagslagen (1975:1385) 7:26§1st, Prop 1975:103 s 221.

⁹² SOU 2001:01, Durban, Kapitalandelslån, JT 2003-04 nr4.

⁹³ Prop 2004/05:85 s. 367-368.

⁹⁴ Aktiebolagslagen (2005:551) 11:11§.

⁹⁵ SOU 1986:23 s. 90, 122.

Röstbindningsavtal

Ett ytterligare sätt att skapa och bibehålla kontrollen över en verksamhet är att utforma röstbindningsavtal. Konstruktionen av röstbindningsavtal kan variera mycket och innehålla många olika lösningar för hur röster skall avläggas, bl.a. kan man utforma röstbindningsavtal där parterna förbinder sig att inte rösta eller rösta i enlighet med ett förbestämt beslut. Avtal mellan aktieägarna, aktieägaravtal, kan utformas enligt parternas vilja. Avtalet ges emellertid inte bolagsrättslig relevans utan bedöms i enlighet med allmänna avtalsrättsliga bestämmelser. Detta innebär en nackdel då stämmobeslut som bryter mot ett aktieägaravtal inte kan klandras. Oklarhet råder även avseende vilka rättsverkningar aktieägaravtal har gentemot tredje man som förvärvar aktier. Då en aktieägare förvärvar aktier som belastas med skyldigheter/rättigheter enligt bolagsordningen anses tredje man känna till dessa bestämmelser. Den uppfattning som utvecklats i doktrinen avseende aktieägaravtal är att en godtroende tredje man ej skall vara bunden av t.ex. en röstbindningsbestämmelse i ett aktieägaravtal medan en ondtröende tredje man är skyldig att följa avtalet.⁹⁶ Dessa effekter får som konsekvens att kontrollaktieägare befinner sig i en mer osäker position i det fall makten emanerar ur ett aktieägaravtal.

Aktieägaravtal kan även innehålla överlåtelsebegränsningar såsom hembud, förköp eller samtyckesklausuler. En av fördelarna med aktieägaravtal är att man härigenom kan skapa en mer flexibel ordning då man ej är bunden av vad som anses tillåtet att föra in i bolagsordningen.⁹⁷ Enligt Finansinspektionens föreskrifter skall aktier vara fritt överlåtbara varför en hembudsklausul i bolagsordningen måste tas bort inför notering. I detta fall kan istället hembudet föras över till ett hemligt aktieägaravtal, vilket börsern ej har möjlighet att kontrollera, för att härigenom fortsätta kontrollera aktieägarkretsen.⁹⁸ Arbetet blir emellertid omständligt då det dessutom föreligger spridningskrav enligt noteringskraven. Aktieägaravtal förefaller inte vara en särskilt utbredd företeelse bland börsbolag, en konsekvens som förmodligen kan tillskrivas det faktum att en spridd aktieägarkrets är mycket svårhanterbar.⁹⁹

Något som förekommer i viss utsträckning är s.k. konsortialavtal.¹⁰⁰ Konsortialavtal är en konstruktion som möjliggör kontrollpositioner genom att aktieägare går samman och avtalar

⁹⁶ Roos, Aktieägaravtal s. 29-30.

⁹⁷ Ibid. s. 28.

⁹⁸ SOU 1986:23 s. 87.

⁹⁹ Roos, Aktieägaravtal s. 15.

¹⁰⁰ Roos, Aktieägaravtal s. 14, Roos, Avtal och rösträtt s. 46.

om att vid stämmobeslut följa ett resultat av en tidigare omröstning inom konsortiet. Genom denna konstruktion kan kontroll effektivt skapas. Om konsortiet utgör majoriteten på stämman kan bolagets verksamhet enkelt kontrolleras av den aktieägare som kontrollerar konsortiet. I konsortiet kan beslutet fattas med enkel majoritet. Rösträttsbestämmelserna i konsortialavtalet kan även kompletteras med överlåtelsebegränsningar för att göra konstruktionen ännu mer stabil.¹⁰¹

Nackdelarna för kapitalmarknaden med röstbindningsavtal anses vara att ägarbilden blir otydlig och att informationen om hur makten fördelas inom bolaget uteblir då avtalen är hemliga. Riskerna kommer inte att speglas i marknadspriset.¹⁰²

Röstvärdesdifferentiering

Förekomst

I början av år 2005 utnyttjade 150 av totalt 291 bolag, noterade på antingen Stockholmsbörsens A- och O-lista eller NGM- listan, röstvärdesdifferenser vilket motsvarar cirka 51,5 procent. Utländska bolag noterade på svenska börser ingår inte i beräkningen. Vid en uppdelning efter respektive lista kan vi se att på NGM- listan hade cirka 53 procent av bolagen infört röstvärdesdifferenser medan motsvarande resultat var 49 procent av bolagen på O-listan samt 64,5 procent av Stockholmsbörsens bolag på A-listan. De flesta bolag utnyttjar den maximalt tillåtna röstvärdesskillnaden på 1:10. Fastighetsbolaget Hufvudstaden är det enda bolag som använder sig av röstvärdesskillnaden 1:100.¹⁰³ Vid en jämförelse av motsvarande beräkning genomförd i början av 2006 kan vissa förändringar iakttas. I början av år 2006 har totalt 49,8 procent av bolagen röstvärdesdifferenser. Implementeringen av röstvärdesdifferenser på A- och O- listan motsvarar siffrorna år 2005 men däremot skiljer sig statistiken för NGM- listan avsevärt. Vid inledningen av år 2006 har endast 43 procent av bolagen röstvärdesdifferenser vilket kan jämföras med år 2005 då 53 procent utnyttjade röstvärdesdifferenser.¹⁰⁴

¹⁰¹ SOU 1986:23 s, 85, Roos, avtal och rösträtt s. 87ff.

¹⁰² SOU 1986:23 s. 86.

¹⁰³ Sammanställningarna är gjorda med hjälp av uppgifter hämtade ur Sundqvist, Ägarna och makten 2005.

¹⁰⁴ Sammanställningarna är gjorda med hjälp av uppgifter hämtade ur Sundqvist, Ägarna och makten 2006.

Av de större börsbolagen har ungefär 50 procent röstvärdesdifferenser. Av dessa bolag kontrolleras hälften av individuella ägare, framförallt olika familjer. Den andra hälften kontrolleras framförallt av familjeägda investmentföretag eller snarlika konstruktioner. Bland de 50 procent som inte har röstvärdesdifferenser har cirka 40 procent en kontrollerande aktieägare medan resterade bolag framförallt styrs av bolagsledningen.¹⁰⁵

Användning av röstvärdesdifferenser är mer utbredd bland nyligen introducerade bolag i jämförelse med mer etablerade bolag. Bruket av röstvärdesdifferenser är vanligare när kontrollaktieägaren utgörs av en privat aktör än när den kontrollerande aktieägaren är en institution.¹⁰⁶

Röstvärdesregleringen

Skapandet av röstvärdesskillnader medför att en ursprunglig aktieägare kan bibehålla en kontrollposition vid börsnotering.¹⁰⁷ Den nuvarande svenska regleringen stadgar att den maximalt tillåtna röstvärdesdifferensen mellan ett bolags aktier är 1:10.¹⁰⁸ Utgångspunkten är att alla aktier har lika rätt varför ett undantag måste föras in i bolagsordningen. Av regeln om maximala röstvärdesdifferenser följer också att aktier utan röstvärde inte är tillåtna. Så länge man inte överträder förhållandet 1:10 råder frihet att utforma röstvärdesdifferenserna på ett sätt man själv finner önskvärt. Vanliga konstruktioner i Sverige är bl.a. att låta preferensaktier ha ett lägre röstvärde än stamaktier. Man föreskriver då ofta att preferensaktier skall ges ett högre röstvärde i de fall utdelning inte lämnats under en viss period¹⁰⁹. Röstvärdesdifferenser kan också utformas så att större röststyrka ges i särskilda frågor, vid speciella förhållanden eller om en ägare innehaft aktierna under en viss angiven tidsperiod.¹¹⁰ Ett sätt att skapa ytterligare kontroll är att enbart notera aktier med lågt röstvärde och behålla A-aktierna inom sin egen kontrollsfär. Enligt vad jag ovan beskrivit kan man i detta fall även ålägga de röststarka aktierna en överlåtelsebegränsning för att försäkra sig om vart de tar vägen.¹¹¹

¹⁰⁵ Skog, A remarkable decade, SOU 1988:38.

¹⁰⁶ Söderström, Ågarmakt och omvandling s.65.

¹⁰⁷ Roos, Avtal och rösträtt s. 44.

¹⁰⁸ Aktiebolagslagen (1975:1385) 3:1§, Aktiebolagslagen (2005:551) 4:5§.

¹⁰⁹ Rodhe, Aktiebolagsrätt s. 132.

¹¹⁰ Skog, The European Union's proposed takeover directive s.300.

¹¹¹ Rodhe, Aktiebolagsrätt s. 132.

I 1895- och 1910-års aktiebolagslagar förekom inte någon röstvärdesbegränsning. Regeln som gör gällande en maximal skillnad om 1:10 infördes i 1944-års aktiebolagslag.¹¹² I ABL övergångsbestämmelser finns en bestämmelse som medger att röstvärdesskillnader som införts i bolagsordningen skall få fortsätta gälla trots att den nya lagstiftningen trätt i kraft.¹¹³ Ett exempel på ett bolag som tidigare utnyttjade denna form av röstvärdesskillnad är Ericsson som haft röstskillnader på 1:1000.¹¹⁴

Förekomsten av röstvärdesskillnader har varit en mycket omdiskuterad fråga vilket lett till att ett antal utredningar på området författats under 1980-talet.¹¹⁵ Ingen av rapporterna har medfört någon förändring men de analyserar fördelar och nackdelar med systemet på ett mycket genomgripande sätt. Som ovan berörts är några av de nackdelar som framförts att man separerar risk och kontroll genom röstvärdesskillnader. Härigenom anser man att möjligheten föreligger för att beslut tas som inte återspeglar riskerna. Att risk och kapital skall åtföljas är en central princip inom aktiebolagsrättslig doktrin.¹¹⁶ Röstvärdeskommitténs rapport analyserar noggrant vilka konsekvenserna skulle bli om röstvärdesskillnader förbjöds.¹¹⁷ Man skriver i rapporten att detta skulle försvåra för små och medelstora företag att expandera och genomföra rekonstruktioner då de skulle vara rädda för att förlora sina kontrollpositioner. Man betonar också börsbolagens behov av de vanligt förekommande röstvärdesskillnaderna för att hindra utländskt kapital från att överta kontrollen. Kommittén anför vidare att de alternativa konstruktionerna, av vilka många berörts ovan, medför tungt vägande nackdelar i relation till röstvärdesskillnader. De alternativa konstruktionerna är mindre transparenta, marknadspriserna riskerar då att bli felaktiga och förtroendet för kapitalmarknaden kan urvattnas. Röstvärdesskillnader skall vara inskrivna i bolagsordningen vilket medför att minoritetsaktieägare kan överblicka konsekvenserna av sina köp på ett bättre sätt.¹¹⁸

Även i senare lagstiftningsarbeten har röstvärdesskillnader behandlats men dessa utredningar har i stort följt samma resonemang som tidigare rapporter. I prop 97/98:99 argumenterar lagstiftaren att, med anledning av att röstvärdesskillnader är mycket vanliga bland börsbolag samt att konstruktionen medför stabilitet och långsiktighet samt främjar aktivt ägande, finns

¹¹² SOU 1941:9.

¹¹³ Rodhe, Aktiebolagsrätt s. 132.

¹¹⁴ SOU 1981:78, Åsgård, Ericsson- historien om ett svenskt företag, s. 112, Sundqvist, Ägarna och makten s. 129.

¹¹⁵ SOU 1981:78, SOU 1986:23, SOU 1988:38.

¹¹⁶ SOU 1981:78 s. 104.

¹¹⁷ SOU 1986:23.

¹¹⁸ SOU 1986:23 s 125 ff.

ingen anledning att ändra regleringen. De nackdelar som förekommer neutraliseras av marknaden genom att återspeglas i prissättningen.¹¹⁹ I den nya aktiebolagslag återfinns regler om röstvärdesskillnader med samma materiella innehåll som tidigare.¹²⁰

Vid notering vid börs i Sverige uppställs inga krav på avskaffande av röstvärdesskillnader. Att röstvärdesskillnader inte är något hinder för notering framgår av noteringskraven som inte innehåller något förbud mot aktier med olika röstvärden.¹²¹

Försvagning av kontrollpositioner

Minoritetsskyddet i Aktiebolagslagen

För att skapa en balanserad avvägning mellan majoritetsaktieägare och minoritetsaktieägare har lagstiftaren skapat minoritetsskyddsbestämmelser. Syftet är att minska kapitalkostnaden för bolaget eftersom incitament att investera ges till mindre aktieägare. Utan ett balanserat skydd ökar risken och då också kostnaderna för investeringar. För att inte minska effektiviteten i ledningen av verksamheten får skyddet dock inte vara för starkt eftersom minoriteten då kan utöva utpressning mot bolagsledningen och majoriteten. Som ovan nämnts kan ett för starkt minoritetsskydd vara kontraproduktivt då det minskar intresset för kontrollpositioner, riskerar att styra makten till bolagsledningen och därmed möjliggör kostnader för bolagsledningens missbruk av sin makt. Det svenska minoritetsskyddet framstår ur ett internationellt perspektiv som relativt svagt även om det ur formell mening är krävande och hela tiden förstärks. Andra kontrollmekanismer såsom aktieägarsamarbete, t.ex. småspararorganisationer är en faktor som även skall vägas in vid bedömningen av mindre aktieägares möjlighet att hävda sig. Här har Sverige en relativt utvecklad tradition med bl.a. föreningen Aktiespararna. Även om ett alltför starkt minoritetsskydd kan inverka negativt på möjligheten att styra ledningen har man kunnat visa på ett samband mellan minoritetsskydd och tillväxten av kapitalmarknaden eftersom skyddet bidrar till förtroende. Större institutionella investerare kan således komma att avstå ifrån att investera i Sverige om de

¹¹⁹ Prop 97/98:99 s. 119.

¹²⁰ Prop 2004/05:85 s. 247.

¹²¹ Noteringskrav och Noteringsavtal med handledningstext.

anser att minoritetsskyddet är otillfredsställande. Det handlar om att finna en balanserad avvägning.¹²²

Det svenska minoritetsskyddet skapar bl.a. möjligheter för en minoritet att hindra vissa beslut. Vid stämman tas vanligen beslut genom enkel majoritet men vid vissa mer centrala omröstningar höjs kravet till kvalificerad majoritet, vanligtvis $\frac{3}{4}$ majoritet av både rösterna och de vid stämman företrädde aktierna. Vid förändring av syftet med verksamheten krävs t.o.m. 90 procents majoritet.¹²³ Ett annat sätt att skapa skydd för minoriteten är att kompetens att ta vissa beslut om minoriteten uppnår en viss storlek föreskrivs. Exempelvis kan en tio procents minoritet kräva vinstutdelning för att förhindra utsvältning.¹²⁴ Även i de fall formellt korrekta beslut fattats kan deras innehåll missgynna en minoritet på ett otillbörligt sätt. För att motverka sådana missbruk har en generalklausul införts som stadgar att ageranden, varken av bolagsstämman eller ledningen, får ge otillbörlig fördel till aktieägare eller annan samtidigt som den innebär nackdel för bolaget eller annan aktieägare.¹²⁵ Ytterligare skydd för minoriteten ges genom att den erkänns möjlighet att klandra samt kräva skadestånd i de fall några skyddsbestämmelser överträtts. I de fall minoriteten blir så liten att den inte längre kan utöva något inflytande, för att den blivit mindre än tio procent, kan även tvångsinlösen krävas. En aktieägare med mer än nittio procent måste då lösa ut minoriteten.¹²⁶

Nyheter i Aktiebolagslagen

En bidragande anledning till att kontrollerande aktieägare tillåts att i så stor utsträckning diktera besluten i en verksamhet är att det idag inte krävs en särskilt stor andel av rösterna för att vara i majoritet på stämman. År 2001 krävdes det i genomsnitt 28 procent av rösterna för att vara i majoritetsposition. En av anledningarna är att många små aktieägare överhuvudtaget inte bemödar sig att gå på bolagsstämmorna. Den kanske största anledningen är emellertid att många av de utländska ägarna, som innehar relativt stora värden inte har möjlighet att delta men inte heller bemödar sig att överlåta sina röster då detta förfarande medför besvärande kostnader i svensk rätt. Situationen kan dock komma att förändras genom införandet av den

¹²² Söderström, Ägarmakt och omvandling s.75, 139.

¹²³ Aktiebolagslagen (2005:551) 7:43§.

¹²⁴ Ibid 18:11§.

¹²⁵ Ibid 7:47§ och 8:41§.

¹²⁶ Ibid 22:1§.

nya aktiebolagslagen.¹²⁷ I prop 2004/05:85 påpekar utredningskommittén att fullmaktsinstitutet måste förändras för att underlätta för aktieägare att påverka stämman trots att de inte kunnat vara på plats. Detta skall ske bl.a. genom att tillåta deltagande på distans.¹²⁸ Även ett poströstningsförfarande har diskuterats men av propositionen framgår att kommittén hellre ser att ett underlättande i denna bemärkelse sker inom det redan befintliga fullmaktsinstitutet. Det skall härmed möjliggöras att samla in fullmakter på bolagets bekostnad ifall bolagsordningen innehåller en bestämmelse härom.¹²⁹ Insamling på bolagets bekostnad skall emellertid enbart tillåtas om speciella fullmaktsformulär används. Formulären skall vara utformade på ett ”poströstliknande” sätt, de skall innehålla väldigt specifika instruktioner till det förordnade ombudet.¹³⁰ Styrelseledamöter eller verkställande direktören tillåts inte vara ombud vilket motiveras med att de vanligtvis befinner sig i en jävliknande position.

Många har uttryckt kritik och rädsla inför dessa nya förändrade fullmaktsregler. Aktiespararna uttrycker bl.a. kritik mot det nya systemet eftersom det möjliggör för utländska institutionella investerare att erhålla stora fördelar till nackdel för aktiebolagen och deras övriga aktieägare. Utländska institutioner har stora innehav i svenska börsbolag och kan förväntas bli mer aktiva i sitt ägande om fullmaktsbestämmelserna förenklas. Något som förekommer utomlands är att institutionerna anlitar s.k. ”proxy solicitors”. Fondbolagen anlitar professionell hjälp för att kontakta de verkliga underliggande aktieägarna i syfte att förmå dem att rösta på ett visst sätt. Rådgivare anlitas även för att vägleda de institutionella ägarna vid omröstningar, ett exempel är ISS, Institutional Shareholder Services.¹³¹ Genom att ta tillvara sina möjligheter till inflytande kan stora utländska ägare konkurrera i kontrollavseende med svenska aktieägare och sittande bolagsledningar och driva igenom förändringar på bolagsstämmorna, något som fram tills nu varit relativt ovanligt p.g.a. de svenska reglerna varit omständliga och medfört oönskade kostnader.

Inom näringslivet är inställningen till införande av ”poströstningsförfaranden” i bolagsordningen mer splittrat. I de fall informationen går ut med bolagskallelsen, vilket är ett krav enligt de nya bestämmelserna, försvinner möjligheterna till en aktiv argumentation där

¹²⁷ Prop 2004/05:85 s. 297 ff. Ottosson, En ägare kan kontrollera en hel stämma, Dagens Industri 020323.

¹²⁸ Prop 2004/05:85 s. 301.

¹²⁹ Ibid s. 297-300.

¹³⁰ Aktiebolagslagen (2005:551) 7:4§.

¹³¹ Hedensiö, Protektionism biter inte på en globaliserad kapitalmarknad, Dagens Industri, 051216.

aktieägare kan påverka och låta sig påverkas. Slagkraftiga argument uppkommer ofta under stämmans gång och kan i andra fall vara svåra att formulera i informationen som skickas ut. Stämman är dessutom ett viktigt forum och en uppskattad mötesplats där aktieägarna träffas och diskuterar bolagets framtid. Röster i mer positiv bemärkelse betonar istället att aktieägarna är de som äger bolaget och skall ges rätt att utöva sitt inflytande oavsett var de befinner sig, argument som är mer i linje med propositionen och den internationella utvecklingen.¹³²

Utjämning av röstvärdesdifferenser

Det ökade institutionella och internationella ägandet medför påtryckningar på ägarstrukturerna i Svenska bolag. Institutionella ägare investerar ofta en begränsad andel i sina portföljbolag och de ikläder sig därmed ofta rollen som minoritetsaktieägare. En stark kontrollaktieägare innebär att risk föreligger för missbruk gentemot minoriteten om kontrollaktieägaren utnyttjar sitt intresse för privatvärdet och handlar utifrån sina egna preferenser. En implementering av röstvärdesdifferenser förstärker missbrukspotentialen genom att separera risk och kontroll. En mindre investerare hamnar då i en utsatt position. Marknadsvärdet för det kontrollerade bolaget tenderar att minska om mindre investerare förlorar sitt förtroende vilket medfört att många bolag idag genomför utjämningar av sina röstvärdesdifferenser.¹³³ Att marknadsvärdet minskar vid förekomst av A- och B-aktier beror på att investerare är rädda för att vinstmedel går förlorade genom den kontrollerande aktieägarens missbruk av sitt privatvärde. Den kontrollerande aktieägaren tillskansar sig förmåner och minoriteten betalar för vad den förväntar sig, något som kan kallas "the dual-class equilibrium". För att motverka den låga värderingen stämplar således ofta bolag med kontrollaktieägare om sina aktier, utjämnar röstvärdesdifferentieringen, när ett behov av kapital föreligger. Man stämplar om aktierna för att härigenom höja marknadsvärdet då risken för förlust av vinstmedel minskar samt aktiernas likviditet ökar med den höjda efterfrågan.

Möjligheterna till utjämning av röststyrkorna hos olika aktier är mindre ifall den kontrollerande aktieägaren sätter stort värde till sitt kontrollinnehav, privatvärdet. En omstämpling sker härmed framförallt när bolaget befinner sig i ett behov av kapitaltillskott, något som medför att en avvägning där man vill maximera marknadsvärdet föredras.

¹³² Carlsson, Splittrat om att låta ägarna poströsta, Dagens Industri, 060213.

¹³³ Söderström, Ägarmakt och omvandling s.167.

Marknaden fungerar här som ett påtryckningsmedel. En vanligt förekommande anledning till att bolag väljer att neutralisera sina röstvärdesdifferenser är att man blivit intresserade av att förvärva ett annat bolag genom en apportemission, något som underlättas av att de egna aktierna besitter ett högt marknadsvärde.¹³⁴

I Aktiemarknadsnämndens uttalanden 1998:2 och 2004:11 behandlar nämnden förfrågningar rörande utjämningar av röstvärdesskillnader. I det första uttalandet var det Electrolux och i det senare var det Ericsson som båda önskade minska sina rösträttsförhållanden från 1:1000 till 1:10. Detta ansågs av nämnden inte stå i strid mot god sed på aktiemarknaden utan man uttalar istället att en utjämning av röstvärdesskillnader kunde i sin helhet betraktas som fördelaktigt för bolagen och ligga i samtliga aktieägares intresse. Utjämningen kunde bl.a. förväntas leda till ett ökat värde på B-aktierna men kanske även ett ökat värde på A-aktierna om dessa påverkas av den aktualiserade kursuppgången.¹³⁵

Förändrat förhållningssätt till aktieägarmodellen?

Allmänt

Den svenska modellen med ett koncentrerat ägande genom utnyttjande av röstvärdesdifferenser och pyramider ifrågasätts allt mer av internationella institutionella investerare och företrädare för Europeiska Gemenskapen. Det hävdas bl.a. att Europa behöver ett förändrat system där aktieägardemokratien ökar, aktieägarna skall sättas i fokus och bör ges en röst för varje aktie. En förändring uttrycks vara önskvärd för att öka förtroendet och dynamiken i näringslivet samt skapa attraktivare kapitalmarknader genom integration och harmonisering.¹³⁶

Det svenska systemet har emellertid lyckats förhållandevis väl med att möta den moderna ekonomins krav på förändringar och dynamik. Omsättningen av kontrollblock motsvarar den omstrukturering som skett i Storbritannien och svenska storföretag har lyckats väl med att attrahera utländskt kapital, något som visar sig i det ökade internationaliserade ägandet på

¹³⁴ Pajuste, Corporate Governance and Controlling Shareholders s.54-57, 87.

¹³⁵ AMN uttalanden 1998:2 och 2004:11.

¹³⁶ Söderström, Ägarmakt och omvandling s.141.

t.ex. Stockholmsbörsen.¹³⁷ Det svenska systemet med röstvärdesdifferenser har som berörts ovan varit kraftigt omdiskuterat men man har funnit att det ändå fyller en relevant funktion för det svenska näringslivet. Trots den tillfredsställelse som den svenska lagstiftaren uppvisat för rådande förhållanden kan ett allt större tryck tvinga fram förändringar på längre sikt. Internationella institutionella investerare utgör en stor maktfaktor på de globala kapitalmarknaderna och deras förtroende är centralt för en hållbar framtida tillväxt.

Utvecklingen inom Europeiska Gemenskapen

Harmoniseringsarbetet

I Sverige fanns innan inträdet i Europeiska gemenskapen bestämmelser som diskriminerade utländska ägare. Bl.a. infördes i slutet av 70-talet lagen (1982:617) om utländska förvärv av svenska företag. Lagen föreskrev att tillståndsprövning var en nödvändig förutsättning för att utländska förvärv av viss storlek skulle kunna genomföras. Därutöver hade vissa bolag utlänningsförbehåll, vilket innebar att utländska ägare inte kunde förvärva aktier i ett svenskt bolag om förvärvet skulle medföra att ett bestämt röst- eller kapitalgränsvärde överstegs. Den svenska staten ägde också golden shares i svenska bolag, aktier med mycket starka röstvärden, något som medförde att staten kunde skydda sig mot utländska kontrollförvärv. De diskriminerande åtgärderna avskaffades emellertid i samband med att Sveriges inträde i Europeiska gemenskapen.¹³⁸

Bestämmelser angående röstvärdesdifferenser, det vanligaste sättet att behålla kontroll i Sverige, har inte harmoniserats genom gemenskapens bolagsdirektiv. Det bolagsdirektiv som behandlade aktiebolags organisation var det femte bolagsdirektivet. Detta direktiv har emellertid aldrig kunnat genomföras då det varit mycket omdiskuterat och kontroversiellt. Anledningen till denna problematik består i att Tyskland och Storbritannien har mycket olika syn på frågor kring hur bolag skall organiseras. Tyskland representerar den dualistiska modellen med arbetstagarrepresentanter medan Storbritannien förespråkar en monistisk modell utan arbetstagarinslag i styrelsen.¹³⁹

¹³⁷ Skog, The European Union's proposed Takeover Directive s.302-304.

¹³⁸ SOU 1992:113 s. 46 ff.

¹³⁹ Skog, Harmoniseringen av bolags och börsrätten inom EU s. 335.

Inte heller börsdirektiven reglerar frågan om röstvärdesdifferenser. Det är således tillåtet för medlemsstaterna att själva reglera detta område så länge ingen diskriminering uppstår gentemot andra medlemsstater.¹⁴⁰ Som ovan nämnts ställer Stockholmsbörsen inga krav på att röstvärdesdifferenser skall vara avskaffade inför notering.

Takeover Direktivet och Wintergruppen

Det kontroversiella Takeover direktivet antogs år 2004 i en strävan efter att uppnå en harmoniserad procedur, ”a level playing field”, i Europa vid offentliga uppköpserbudanden. Takeover direktivet har under många år diskuterats och det första utkastet till direktiv utarbetades redan år 1974. År 2001 var det mycket nära att ett direktivförslag antogs men detta röstades ned i sista stund av parlamentet efter en dramatisk förlikningsprocess. Anledningen var att framförallt Tyskland kände sig hotade av de bestämmelser i förslaget som förbjöd försvarsåtgärder från målbolagens styrelser vid fientliga uppköp.¹⁴¹ Försöken att harmonisera regleringen avstannade emellertid inte utan istället tillsattes en expertgrupp benämnd Wintergruppen. I oktober år 2002 presenterades ett nytt förslag baserat på expertgruppens rekommendationer.¹⁴² Detta direktivförslag röstades därefter igenom år 2004 och skall senast vara implementerat i medlemsstaternas lagstiftningar i maj år 2006.

Vid offentliga uppköpserbudanden kan två skilda grupper av försvarsåtgärder från styrelsen urskiljas. Den sittande styrelsen har många gånger ett intresse av att införa skyddsåtgärder eftersom den nästan alltid avsätts av budgivaren om denne uppnår kontroll över bolaget. Det är sådana typer av övertaganden som brukar kallas för ”hostile takeovers”. Uppköpserbudandet definieras således utifrån styrelsens perspektiv. Den första gruppen skyddsåtgärder är åtgärder införda efter att det offentliga uppköpserbudandet framförts.¹⁴³ Exempel på åtgärder är återköp av egna aktier i syfte att driva upp aktiekursen, att sälja viktiga dotterbolag eller genomdriva riktade emissioner till vänlig sinnade aktieköpare. Att genomdriva denna typ av skyddsåtgärder utan aktieägarnas samtycke är redan idag förbjudet vilket kan utläsas av NBK´s takeover rekommendation.¹⁴⁴

¹⁴⁰ Direktiv (notering) 2001/34/EG.

¹⁴¹ Skog, The European Union´s Proposed Takeover Directive s. 294.

¹⁴² Report of the high level group of company law experts on on issues related to takeover bids.

¹⁴³ Art 9 direktiv (uppköpserbudanden) 2004/25/EG.

¹⁴⁴ II:16 NBK´s regler rörande offentliga uppköpserbudanden

En förändring som införts i det nya direktivet är att skyddsåtgärder tillhörande den andra gruppen, nämligen åtgärder införda innan budet framförts, också skall kunna begränsas.¹⁴⁵ Begränsningen sker genom föreskrivandet en bestämmelse, en s.k. ”breakthrough rule” vilken innebär att om budgivaren uppnår 75 procent av kapitalet kan kallelse ske till bolagsstämma och ett byte av styrelsen åstadkommas. Möjligheten uppkommer eftersom rösträttsbegränsningar och röstvärdesskillnader införda i bolagsordningen skall upphöra att gälla. Denna bestämmelse syftar till att skydda aktieägarnas intressen gentemot styrelsen. Utformandet av bestämmelsen mötte hårt motstånd från framförallt de nordiska länderna. Sverige främsta argument var bl.a. att ändringen snarare skulle öka styrelsers makt då införandet av röstvärdesskillnader medfört att övervakningen av styrelsen kunnat öka även i bolag med spritt ägande då en stark aktieägare kan utöva denna uppgift på ett relevant sätt. Sverige hävdade att vad som är problematiskt är de åtgärder som ökar styrelsens makt likt rösträttsbegränsningar, inte de åtgärder som stärker aktieägarinflytande såsom röstvärdesskillnader. Sverige har dessutom en mycket aktiv uppköpsaktivitet varför argumentet att röstvärdesdifferenser skulle motarbeta sådan aktivitet synes helt grundlöst.¹⁴⁶ Utöver dessa bestämmelser berör expertgruppen i sin rapport även hur man skall bemöta andra alternativa konstruktioner exempelvis pyramidstrukturer samt rösträttsreglerande aktieägaravtal. Expertgruppen uttrycker att sådana konstruktioner bör falla utanför Takeover direktivet men att en översyn av dessa konstruktioners tillämpbarhet bör göras framöver. Bolagen skall också enligt rapporten offentliggöra sina ägar- och kontrollstrukturer för att öka transparensen.¹⁴⁷

Trots att förslaget mötte hårt motstånd blev Takeover direktivet godtaget vid omröstningarna i rådet och parlamentet och skall vara implementerat år 2006. Förslaget skulle kunna få stora konsekvenser för svenskt näringsliv då, enligt vad som ovan beskrivits, röstvärdesskillnader utnyttjas i stor utsträckning. Det nya direktivet innehåller emellertid en bestämmelse som förmildrar dess effekter vad avser artikel 11. Det finns nämligen en möjlighet för medlemsstaterna att välja om de vill implementera ”breakthrough” regeln eller inte.¹⁴⁸ Vid implementeringsarbetet har således Sverige valt att införa artikel 9 men inte artikel 11. En förutsättning är dock att medlemsstaten ger bolagen en möjlighet att själva införa en ”breakthrough” regel i bolagsordningen. Bestämmelser avseende förfarandet kommer

¹⁴⁵ Art 11 direktiv (uppköpserbudanden) 2004/25/EG.

¹⁴⁶ Skog, The European Union’s Proposed Takeover directive s.298-299.

¹⁴⁷ Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids s. 36-39, 43-44.

¹⁴⁸ Art 12, direktiv (uppköpserbudanden) 2004/25/EG.

troligtvis att vara införda i Aktiebolagslagen då implementeringsarbetet slutförts. Denna möjlighet torde dock ej komma att utnyttjas då den medför en komplex kompensationsproblematik eftersom de aktieägare som haft röststarka aktier härigenom förlorar värden som baserats på aktiernas kontrollfunktion.¹⁴⁹

The Action Plan och vidare utredningsarbete

Efter Winterrapportens offentliggörande efterfrågades ett svar från kommissionen där företrädarna för Europeiska Gemenskapens Kommission kunde ge sin syn på problematiken och utforma riktlinjer för en framtida utformning av de relevanta områdena. Kommissionens svar fick formen av en handlingsplan för modernare bolagsrätt och effektivare företagsstyrning i Europeiska Unionen också kallad ”The Action Plan”.

Grundbudskapet i rapporten är att framtida förändringar måste ske för att skapa en hållbar tillväxt och bibehålla effektivitet och konkurrenskraft för Europeiska företag. För att skapa ett modernt, dynamiskt och integrerat företagarklimat krävs dynamik och flexibilitet något som är positivt för investerare och möjliggör för en fördjupad inre marknad och uppbyggnaden av en integrerad europeisk kapitalmarknad.¹⁵⁰ Skälen som framförs till att förändringar är nödvändiga är bl.a. att en harmonisering ökar integrationen av kapitalmarknaderna vilket medför att emittenter och investerare kan dra större fördelar av den inre marknaden och gränsöverskridande aktiviteter. För att skapa mer integrerade värdepappersmarknader krävs en ökad aktivitet av emittenter och investerare och detta sker lättast genom att skapa gemensamma riktlinjer. Kommissionen vill också motverka det minskade förtroendet mot värdepappersmarknaderna genom att öka informationen och möjligheterna till inflytande. Investerare skall ges tillfälle och möjlighet att påverka styrningen av bolagen, företagsledningarnas makt måste härmed minska.¹⁵¹ De förändringar och prioriteringar som förordas delas in i tre grupper beroende på inom vilket tidsperspektiv de skall införas, antingen short, medium eller long- term period och de måste genomsyras av de riktlinjer som uppställs i planen.¹⁵²

¹⁴⁹ Uppgift från Rolf Skog.

¹⁵⁰ Kommissionens handlingsplan s.3.

¹⁵¹ Ibid s.7.

¹⁵² Ibid s.10.

För att de centrala mål som kommissionen uttryckt skall få genomslag i gemenskapens reglering innehåller handlingsplanen ett antal initiativ och tillvägagångssätt. Ur det perspektiv som etableras i föreliggande uppsats är det intressantast att behandla de riktlinjer som berör stärkta rättigheter för aktieägare samt tillåtligheten av vissa bolagsstrukturer. Bl.a. uttrycker handlingsplanen att aktieägare skall ges en utökad möjlighet att delta på stämmor samt att tillgången till information skall underlättas. Även omröstning genom ombud måste underlättas för att möjliggöra aktivare gränsöverskridande investeringar. Vidare betonar kommissionen betydelsen av aktieägardemokrati. Kommissionen ser ett behov av att på medellång sikt arbeta för att genomföra en ”verklig” aktieägardemokrati. Kommissionen ser tendenser till arbete för detta syfte i vissa av de bolagsstyrningskoder som utarbetats där ”en aktie- en röst” betonas. En sådan förändring på gemenskapsnivå måste dock förberedas noga varför kommissionen har för avsikt att utarbeta en undersökning av dess möjliga effekter inom en medellång tidsperiod.¹⁵³

Även pyramidkonstruktioner diskuteras i handlingsplanen. Pyramider betraktas idag som en legitim affärsmodell men kan innebära specifika risker för aktieägare och borgenärer. Kommissionen önskar därför att konkreta bestämmelser införs för att öka transparensen och informationen rörande bolagsstrukturer då de flesta problemen uppstår genom bristande insyn. Speciell anledning till oro föreligger i de fall börsbolag ingår i pyramidstrukturen och i sådana fall är det önskvärt att nationella myndigheter agerar för att minimera missbruk. Även ett förbud kan vara aktuellt mot missbruk på längre sikt.¹⁵⁴

Kommissionens handlingsplan har blivit bemött med blandade reaktioner. Rörande utökade möjligheter att delta på distans och förändrade fullmaktsbestämmelser var många av de som konsulterats positiva. Däremot var åsikterna mer åtskilda när det gällde intentionerna att på mediumlång sikt arbeta mot verklig aktieägardemokrati. Flera uttryckte stor oro, att ett arbete med neutralisering av röstvärdesdifferenser kan få svåra konsekvenser och inkräktar på organisationsfriheten. Desto fler var positiva till utarbetandet av en rapport om de förväntade följderna av en förändring men ville att rapporten även skulle täcka golden shares, pyramider och andra sätt att modifiera risk och kontroll.¹⁵⁵

¹⁵³ Kommissionens handlingsplan s.14.

¹⁵⁴ Ibid s.18-20.

¹⁵⁵ Working document DG Internal market s.12.

Även förslaget från kommissionen som rörde alternativet att kanske i framtiden förbjuda pyramider om de leder till missbruk blev bemött med olika åsikter. De nackdelar som framfördes relaterade återigen till att ett förbud av denna natur inkräktar på friheten att välja struktur och organisationsform, något som kan visa sig medföra icke avsiktliga konsekvenser.¹⁵⁶

Ett ytterligare inslag i Corporate Governance diskussionen rörande aktieägardemokrati representeras av en undersökning utförd av Deminor Rating på uppdrag av Association of British Insurers (ABI) som representerar institutionella investerare. Undersökningen rör utbredningen av röstvärdesdifferenser, röstvärdesbegränsningar, pyramider etc. Undersökningen har gjorts i syfte att skapa ett underlag för kommissionen att ta ställning till vid arbetet med sin rapport om aktieägardemokrati som härrör från handlingsplanen. Undersökningen är även en respons på processen med utarbetandet av Takeover direktivet samt bolagsstyrningsdiskussionen generellt. ABI såsom en representant för institutionella investerare ser utformningen av Takeover direktivet som ett misslyckande då det inte tillförsäkrade aktieägare att kontrollera verksamheten på ett proportionellt sätt, alltså med ett system där en aktie motsvarar en röst. Ett sådant system skulle vara bra för den inre marknaden, för Europas ekonomi och således även för alla investerare och andelsägare. Inte heller kommissionens arbete mot verklig aktieägardemokrati ser man som en framgång då det kommer ta lång tid att genomföra samt att man kan förvänta sig ett svårt arbete med att skapa någon verklig förändring eftersom systemen ser så olika ut i medlemsstaterna. Sammantaget kan man dra slutsatsen att institutionella investerare ser principen en aktie en röst som den bäst lämpade men att man inte förväntar sig några förändringar på längre sikt eftersom det Europeiska systemet är alltför splittrat.¹⁵⁷

Den tidigare irländska finansministern och nuvarande kommissionären för den inre marknaden, McCreevy är den som mest aktivt förespråkade införandet av en aktie- en röst inom hela EG. McCreevy hävdar att målet är att introducera principen i alla 25 medlemsstater men han är väl medveten om att förslaget är ett av de mest radikala som någonsin påtalats av kommissionen. Enligt vad som ovan beskrivits visar ABI's undersökning att röstvärdesdifferenser är mycket vanligt bland de största bolagen i många av medlemsstaterna något som kommer att medföra en hätsk diskussion om förslaget blir verklighet. McCreevy

¹⁵⁶ Working document DG Internal market s.20-21.

¹⁵⁷ Deminor Rating, Application of the one share-one vote principle s.7-8.

vill införa principen för att förändra den vind av protektionism som han anser blåser genom Europa idag. Aktieägaren skall ha rätt till proportionellt inflytande annars riskerar hela den inre marknaden att försvagas. McCreevy exemplifierar sin åsikt genom att belysa förslag som lagts fram bl.a. i Frankrike som ger utvalda institutioner rätt att kontrollera särskilda verksamheter för att de anses nationellt viktiga.¹⁵⁸ Sättet som McCreevy vill införa principen är emellertid inte genom bindande lagstiftning utan genom rekommendationer. Rekommendationer har redan skapats bl.a. avseende förmåner till bolagsledningarna och mottagandet har varit positivt eftersom de är seriöst utarbetade och symboliserar en tungt vägande referenspunkt som är svår att ignorera.¹⁵⁹

Även om en harmonisering av röstvärdesdifferenser är något som kommissionen måste hantera försiktigt och som kan förväntas ta lång tid att initiera har andra åtgärder redan utarbetats och framlagts i enlighet med kommissionens handlingsplan. Av ovan gjorda redogörelse var, vid sidan av en utökad aktieägardemokrati, ett av handlingsplanens centrala mål att stärka aktieägarnas rättigheter och underlätta gränsöverskridande investeringar. En förenkling i sådant avseende skulle höja förtroendet och integrera kapitalmarknaderna ytterligare. Som nämnts har en aktieägare i Sverige idag faktisk kontroll vid 28 procents majoritet på stämman eftersom framförallt internationella investerare undandrar sig ifrån att aktivt utöva sitt inflytande. I Sverige skall en förändring åstadkommas genom nya bestämmelser som införs i förslaget till den nya aktiebolagslagen men även på gemenskapsnivå eftersträvas en harmonisering rörande dessa frågor. Således framlade kommissionen i början av 2006 ett förslag till direktiv om utnyttjande av rösträtter.¹⁶⁰ Direktivet bygger på tanken att aktiva ägare är nödvändiga för en effektiv bolagsstyrning men att ett utövande av inflytande idag i praktiken har omöjliggjorts i många medlemsstater. Integrationen av kapitalströmmarna ökar allt mer och därför utgör internationella investerare en risk då de ofta är passiva ägare. Förslaget avser förändra detta förhållande bl.a. genom att underlätta deltagande på bolagsstämmor och öka informationstillgängligheten. Fullmaktsbestämmelser måste ändras till förmån för gränsöverskridande aktiviteter och kostnader minimeras, även språkbestämmelser kan komma att behöva en översyn.¹⁶¹

¹⁵⁸ Buck, EU seeks to end bias among investors, Financial Times, 051017.

¹⁵⁹ Buck, Brussels takes up arms for "one share, one vote", Financial Times, 051017.

¹⁶⁰ Förslag till direktiv om utnyttjande av rösträtter av aktieägare i företag som har sitt säte i en medlemsstat och vars aktier är upptagna på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2004/109/EG, KOM (2005) 685 slutlig, 2005/0265 (COD).

¹⁶¹ Förslag till direktiv om utnyttjande av rösträtter s.2-3.

Förslaget till direktiv behandlas för tillfället av gemenskapens institutioner och ett bemötande förväntas framöver.

Konklusion

Den svenska modellen med ett starkt koncentrerat ägande, utpräglad användning av A- och B-aktier samt inflytelserika familjesfärer står inför stora utmaningar. Från Europeiska Unionen höjs röster om en ökad ”verklig” aktieägardemokrati och bland de främsta lobbyisterna återfinns internationella kapitalstarka aktörer.

Vid en bedömning av huruvida normkonstruktioner, som möjliggör skapandet av kontrollpositioner, skall tillåtas eller inte är det av största vikt att försöka förutsäga vilka konsekvenser och vilken påverkan en reglering kan medföra. Regeringen har tidigare haft att bedöma i vilken mån röstvärdesdifferenser även fortsättningsvis skall tillåtas. Ett flertal utredningar som ingående analyserat möjliga konsekvenser och alternativ har i detta syfte författats. Sverige har länge haft röstvärdesdifferenser, något som anses mer fördelaktigt än föreliggande alternativa konstruktioner. Röstvärdesdifferenser möjliggör en modifiering av relationen mellan kapital och inflytande och ger såldes incitament till expansion, rekonstruktion samt ett mer förbättrat och aktivt ägande. Kontrollaktieägaren har en bättre insikt i bolaget och utformar ofta en mer långsiktig och bärkraftig strategi för framtida utveckling. Röstvärdesdifferenser är även transparenta då de måste införas i bolagsordningen, något som stärker förtroendet och förutsägbarheten.

Investmentbolag har av tradition en etablerad och accepterad plats i svenskt näringsliv samt besitter ofta relevanta positioner. Investmentbolagen sätts ofta i relation till institutionella ägare i form av fonder och försäkringsbolag där investmentbolag förordas för deras mer långsiktiga strategier och intresse av att förmedla kompetens till sina portföljbolags ledningar. Stor oro uttrycks från många håll inom näringslivet inför det faktum att institutionella och internationella ägare innehar ett allt större värde av börsbolagen. Både från Aktiespararna men även från bolagsledningarna hävdas att ett förenklat deltagande och instiftandet av incitament till inflytande från institutionella ägare kommer att föra med sig icke önskvärda konsekvenser. Institutionella ägare är inte lämpade att delta i utvecklandet av bolag eftersom de konstruktionsmässigt påverkas av lojalitetskonflikter, inte har långsiktiga

investeringsstrategier samt inte heller bidrar med värdefull kompetens likt investmentbolagen. Inte bara diskussionen kring avskaffandet av röstvärdesdifferenser har blivit kritiserat i svensk affärspress utan även införandet av en "poströstningsliknande" möjlighet har ifrågasatts. Syftet med dessa bestämmelser är just att öka deltagandet över nationsgränserna, något som idag sker i liten utsträckning. Kritiken består framförallt i att sådana bestämmelser minskar bolagens handlingskraft samt ökar risken för ej motiverade uppköp och dåligt beslutsfattande.

Minskad respons till negativa resultat och en försämrad omstruktureringsmarknad är några av argumenten som lyfts fram vid diskussioner rörande kontrollfrågor och koncentrationsaspekter. De främsta argumenten är att röstvärdesdifferentiering är positivt så länge en högkonjunktur håller i sig men att de negativa effekterna blir påtagliga under förhållanden då omstruktureringar är eftersträfvansvärda. Röstvärdesdifferenser sägs då motverka uppköp. Som antytts kan dock det svenska näringslivet uppvisa en hög omstruktureringshastighet. Även antalet fientliga uppköpserbjudanden kan förväntas öka i en kontext där aktörerna blir starkare och mer målmedvetna, uppköpet av Skandia är ett talande exempel i en sådan riktning. Vidare kan hävdas att förekomsten av en stark kontrollaktieägare är positivt ur ett omstruktureringsperspektiv då budgivaren får en utpräglad motpart vilket underlättar processen och även kan leda till en premiehöjning.

Från svenskt håll har hävdats att vad som är relevant vid utformning av kontrollnormer är att man hindrar bolagsledningarna från att få allt för stor makt medan en förstärkning av kontrollaktieägares inflytandemöjligheter är något som ej innebär en fara. Risken för kontrollaktieägares missbruk av minoriteten p.g.a. privatvärdet framstår inte som någon överhängande realitet på samma sätt som den oro vi bör känna inför en förändring där institutionella ägare tvingas in i en roll som aktiva ägare.

Trots ovanstående argument för ett bibehållande av de kontrollkonstruktioner som idag existerar i Sverige finns även övertygande argumentering i motsatt riktning. Tendensen inom Europeiska Gemenskapen har länge varit ett förespråkande av aktieägardemokrati och ett underlättande av stämmodeltagande över gränserna. För att förverkliga den inre marknaden och underlätta kapitalrörelserna har arbetet med Takeover direktivet pågått under lång tid och direktivet skall träda i kraft under år 2006. Även kommissionens Action Plan samt senare direktivförslag strävar efter att modifiera och harmonisera instrumenten för kontroll. Vidare arbetar institutionella investerare i denna riktning, något som ökar komplexiteten och som

sätter ytterligare press på nationernas beslutsfattare. Kommissionens strävan efter ”verklig” aktieägardemokrati kommer förmodligen aldrig att kunna genomföras genom tvingande lagstiftning men i samarbete med kraftfulla kapitalaktörer kan åtgärder ändå genomföras på frivillig basis. Internationella institutionella investerare besitter idag en unik position då de är mycket värdefulla för nationerna. Ett minskat riskkapitalunderlag försvårar entreprenörskap och är således viktigt att attrahera. Sverige står därför inför en stor utmaning då institutionerna börjar ifrågasätta rådande kontrollkonstruktioner och normsystem.

Vid kommissionens utformande av förslag till ändrade kontrollkonstruktioner framhålls även det faktum att den inre marknaden aldrig till fullo kan implementeras om restriktioner föreligger som hindrar fria kapitalströmmar. Kontrollkonstruktioner likt röstvärdesdifferenser används idag i protektionistiskt syfte. Frankrike och Italien utformar kontrollkonstruktioner som medför att relevanta nationella intressen kan förbli i nationell ägo. Institutionella investerare undviker marknader där avkastningsmöjligheterna begränsas och således kommer en ej tillfredsställande integration av den europeiska kapitalmarknaden att vara negativ för hela EG. Kapitalet är idag mycket rörligt vilket medför att beslut noga måste förberedas och beaktas. Den svenska modellen är ifrågasatt och svenska beslutsfattare måste göra ett aktivt ställningstagande. Oavsett vilket beslut som fattas och hur regleringen kommer anpassas i framtiden kommer det svenska näringslivet att påverkas.

Källförteckning

Offentligt tryck

Prop 1975:103, Aktiebolagslag.

Prop 1997/98:99, Aktiebolagets organisation.

Prop 2004/05:85, Ny aktiebolagslag.

SOU 1941:9, Lagrådets utlåtande över lagberedningens förslaget till aktiebolagslag.

SOU 1981:78, Löntagarna och kapitaltillväxten – röstvärdesdifferenser i svenska börsbolag.

SOU 1986:23, Aktiers röstvärde.

SOU 1988:38, Ägande och inflytande i svenskt näringsliv.

SOU 1992:113, Bundna aktier.

SOU 2001:01, Ny aktiebolagslag.

Utredningar

Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids, 2002.

Europeiska Gemenskapernas Kommission, Modernare bolagsrätt och effektivare företagsstyrning i Europeiska Unionen – Handlingsplan, KOM (2003) 284 slutlig, 2003.

Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament, A Working document of DG Internal Market, 2003.

Deminor Rating, Application of the one share – one vote principle in Europe, 2005.

Självreglering

Aktiemarknadsnämndens uttalande, 1998:2.

Aktiemarknadsnämndens uttalande, 2004:11.

NBK´s regler rörande offentliga erbjudanden av aktieförvärv, 2003-09-01.

Stockholmsbörsens Noteringskrav med handledningstext.

Stockholmsbörsens Noteringsavtal med handledningstext.

Litteratur & artiklar

- E-L Ahlqvist m.fl. , Ledare DI- Bara långsiktighet kan skapa stora värden, Dagens Industri, 060227.
- L. Bebchuk, Stock Pyramids, Cross – Ownership and Dual Class Equity : The creation and agency costs of separating control from cash flow rights, NBER working paper no. 6951, 1999.
- A-M, Bergström, Stark ägare ger tydlig facklig motpart, Jusektidningen, 060203.
- P-O Bjuggren, Ownership, control and performance in Swedish listed companies, The annual conference of the international society for new institutional economics, 2004.
- T. Buck, Brussel takes up arms for "one share, one vote", Financial Times, 051017.
- T. Buck, EU seeks to end bias among investors, Financial Times, 051017.
- B. Carlsson, Nyårsrusning till småbörserna, Dagens Industri s.32, 051123.
- B. Carlsson, Splittrat om att låta ägarna poströsta, Dagens Industri, 060213.
- J. Coffee, Liquidity versus control: the institutional investor as a corporate monitor, Columbia law review, Working paper no. 55.
- J. Coffee, The rise of dispersed ownership: the role of law in the separation of ownership and control, Columbia law review, Working paper no.182, 2001.
- J. Durban, Kapitalandelslåneförbudet i ny tappning?, Juridisk Tidskrift s. 774-794, Årgång 15, 2003-04 nr.4.
- B. Enquist, Huvudmannaskapets dialektik – studie av Renault/Volvo-affären, Bas ek förlag, 1996.
- R. Gilson, Controlling shareholder and corporate governance: complicating the comparative taxonomy, ECGI working paper no. 49, 2005.
- R. Gilson, Controlling controlling shareholders, Columbia law review, Working paper no. 228, 2003.
- M. Hammarström, Ägarstyrning är årets trend, Dagens Industri, 060125.
- M. Hedensiö, Protektionism biter inte på en globaliserad kapitalmarknad, Dagens Industri, 051216.
- M. Holmén, A law and finance analysis of initial public offerings, Department of Economics, Uppsala University.
- P. Högfeldt, The history and politics and of corporate ownership in Sweden, Stockholm School of economics, 2004.
- M. Levander, Experternas lösning på företagets nyårspussel, Dagens Industri, 051220.

- J. Liljeblad m.fl. , Corporate Governance – Active Ownership in Practice, Integrated Masters Programs-GBS, School of Economics and Commercial Law, Göteborg University, 2001.
- C. Mallin, Corporate Governance, Oxford University Press, 2004.
- Mannheimer&Swartling m.fl. , Handledning vid tillämpning av svensk kod för bolagsstyrning, 2005.
- S. Nachemson-Ekwall, Persson leker med elden, Dagens Industri, 060208.
- A. Ottosson, En ägare kan kontrollera en hel stämman, Dagens Industri 020323.
- A. Pajuste, Corporate Governance and Controlling Shareholders, The Economic Research Institute, Stockholm School of Economics, 2004.
- J. Palmstierna, Sverige behöver A- och B- aktier, Dagens Industri 020323.
- A-M Pålsson, Fondbolagen – de ovilliga och olämpliga ägarna, Department of Economics Lund University, Report no.17, 2001.
- K. Rodhe, Aktiebolagsrätt, Norstedts Juridik, tjugonde upplagan 2002.
- C-M Roos, Avtal och Rösträtt, Almqvist & Wiksell, 1969.
- C-M Roos, Aktieägaravtal, Norstedts Juridik, andra upplagan 2002.
- B. Rydén, Börschefen om korsägande, Balans 1985:6 s.6-11.
- O. Sandström, Börsåret 2005 på väg slå alla rekord, Dagens Industri 051213.
- B. Savén, Ett aktivt ägande skapar stora mervärden, Dagens Industri, 050728.
- R. Skog, A remarkable decade: the awakening of Swedish institutional investors, The future of corporate governance, 2004.
- R. Skog, Harmoniseringen av bolags- och börsrätten inom EU, NTS 3/2001.
- R. Skog, The European Union´s proposed takeover directive, the ”breakthrough” rule and the Swedish system of dual class common stock, Scandinavian Studies in Law, Vol 45, 2003.
- I. Sundqvist m.fl. , Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag, SIS Ägarservice AB, 2005.
- I. Sundqvist m.fl. , Ägarna och makten i Sveriges Börsföretag, SIS Ägarservice AB, 2006.
- H. Söderström m.fl. , Ägarmakt och omvandling, SNS Förlag, 2003.
- P.Thorell m.fl. , Vägvisare till börsen, Liber Ekonomi, tredje upplagan 2004.
- L. Åsgård m.fl. , Ericsson – historien om ett svenskt företag, Norstedts förlag 2001.

Övrigt

Uppgifter från Rolf Skog, ekon lic. och jur kand, sekreterare i Aktiebolagskommittén, sekreterare i Takeover-utredningen, föredragande i Aktiemarknadsnämnden samt adjungerad professor i bolags- och börsrätt vid Juridiska Institutionen, Handelshögskolan i Århus.