

KOLLEGIET
FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Årsrapport 2024



Innehåll

Förord	1
I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE	3
Kollegiets uppdrag	3
Kollegiets arbete under året	5
II. PRAXIS AVSEENDE TOLKNING AV KODEN	7
III. UTBLICK	8
Röstvärdesskillnader i svenska noterade bolag, Erik Lidman	9

Vid frågor eller kommentarer till Kollegiet för svensk bolagsstyrning, välkommen att ta kontakt med:

Carl-Henric Svanberg (ordförande)

Kollegiet för svensk bolagsstyrning
Nybrokajen 7, 5 tr.
Box 7354
103 90 Stockholm

Björn Kristiansson (verkställande ledamot)

Kollegiet för svensk bolagsstyrning
Nybrokajen 7, 5 tr.
Box 7354
103 90 Stockholm
Telefon: 076-770 37 47
E-post: bjorn.kristiansson@bolagsstyrningskollegiet.se

Erik Lidman (sekreterare)

Kollegiet för svensk bolagsstyrning
Nybrokajen 7, 5 tr.
Box 7354
103 90 Stockholm
Telefon: 076-238 55 00
E-post: erik.lidman@bolagsstyrningskollegiet.se

Ordföranden har ordet

Efter att mitt första år som ordförande i Kollegiet gått till ända kan det vara på plats med några reflektioner från insidan, efter att i alla år betraktat Koden från utsidan.

Först och främst inser jag att de överväganden som ligger bakom Koden och dess olika regler är mycket väl genomtänkta och förankrade. När det dyker upp frågor om hur vi ska förstå en enskild bestämmelse, finns det regelmässigt en lång bakgrundshistoria och en praxis i börsbolagen. Det är väldigt roligt att vara delaktig i arbetet med att utveckla Koden.

För det andra uppskattar jag ledamöternas sakkunskap, erfarenhet och kontaktnät, som gör att de frågor som hamnar på bordet får en allsidig belysning. Inte minst har detta visat sig när det gäller frågan om digitala bolagsstämmor, som har varit den kanske mest uppmärksammade frågan vi har haft att bedöma sedan jag tillträdde som ordförande. Tack vare ett samtalsklimat präglat av högt i tak och respekt i stället för prestige hoppas jag att vi har landat i en lösning som gagnar våra framgångsrika svenska börsbolag.

Jag har alltid själv varit av uppfattningen att vår nordiska bolagsstyrningsmodell är utmärkt – för oss i Norden. Att tvinga på den svenska modellen på ett annat land skulle däremot vara kontraproduktivt, eftersom det svenska sättet att styra bolag är starkt präglat av våra egna förutsättningar och historia, vilket innefattar allt från ägarstruktur och underliggande aktiebolagsrätt till företags- och allmän kultur. Detta för mig osökt in på Kollegiets viktigaste uppgift vid sidan om att hålla Koden relevant och aktuell, nämligen att bevaka att den svenska bolagsstyrningsmodellen kan vara fortsatt välfungerande, även när kapitalmarknaderna harmoniseras inom EU och när internationella investerare och rådgivare verkar för en standardisering av bolagsstyrningssystemen. Problemen med EU:s regleringsiver är bland annat att varje medlemsland utvecklat sin egen nationella bolagsrätt, vilket gör att den grundläggande aktiebolagsrättsliga bolagsstyrningsmodellen skiljer sig åt avsevärt i land för land. Att tvinga på enskilda länder lösningar på problem som antingen inte existerar eller lösningar som inte fungerar har inte varit en framgångsrik modell. Detsamma gäller de internationella röstningsrådgivarna,



som främst amerikanska institutionella ägare använder för att uppfylla krav på ägarengagemang. Röstningsrådgivarnas förespråkande av internationell likriktning baserat på anglo-amerikanska bolagsstyrningsproblem främjar sällan god bolagsstyrning i Europa, vilket i stället leder till onödiga kostnader för bolagen och i värsta fall sämre konkurrenskraft.

Just de svenska och europeiska börsbolagens konkurrenskraft i en globaliserad värld borde utgöra fokus för både för EU-kommissionen och de internationella institutionella ägarna. Det gör det för Kollegiet, där vi drar vårt strå till stacken genom att definiera och sprida god praxis för noterade bolag. ◀

Stockholm i september 2024

Carl-Henric Svanberg
Ordförande

Verkställande ledamoten har ordet

Ännu ett bolagsstyrningsår avslutat som har präglats av personalförändringar, kodrevidering och att hantera EU och internationella röstningsrådgivare.

Vi tackade under våren 2023 av Gun Nilsson på ordförandeposten, som vi kommer att sakna för hennes integritet, kunskap och trygga sätt att leda Kollegiets arbete framåt. I stället kom Carl-Henric Svanberg med sin breda internationella utblick och erfarenhet som snabbt kommit in i och satt sin prägel på Kollegiets arbete. Tobias Hultén har ersatts av Erik Lidman i Kollegiets kansli. Tobias har varit mycket uppskattad av mig och Kollegiet, inte minst för sin effektivisering och strukturering av vårt arbete. Erik som är djupt involverad både i akademien och självregleringen är en mycket välkommen och kompetent ersättare.

Kodrevideringen beskrivs på annan plats i denna årsrapport, men det är för mig slående hur väl Koden speglar god praxis i börsbolagen. Kodrevideringsarbetet innehåller alltid mycket intressanta diskussioner, men konsensus bland både ägare, styrelser, ledningar och andra bolagsstyrningsarbetare har som vid de senaste revideringsrundorna varit att inte i onödan röra en välfungerande kod.

Vi har som tidigare år lagt mycket tid på att påverka förslag på bolagsstyrningsområdet från EU-kommissionen. Även om vi redan idag har många sätt att påverka i Bryssel, i viss mån på egen hand men kanske främst genom våra olika ledamöter, samarbetspartners och allierade, så brottas vi fortfarande med frågan hur vi ska komma ännu närmare den process som föregår ett kommissionsförslag. Arbetet med att knyta starkare band till våra nordiska kollegor, liksom med kodutfärdare i andra europeiska länder, för att gemenast utgöra en starkare röst, fortsätter oförtrutet.

Under året kom vi på kollisionkurs med en av de internationella röstningsrådgivarna beträffande frågor kring utnyttjande av aktiebolagslagens ansvarsfrihetsinstitut. Även om den kompromiss vi nått inte fullt ut uppfyller våra önskemål, har processen fört det positiva med sig att vi startat regelbundna samtal vilket både vi och röstningsrådgivarna uppskattar.



Det är av yttersta vikt för Kollegiet att vi har en löpande dialog med börsbolagen och deras ledningar, styrelser och ägare så att de är lika uppdaterade avseende vårt arbete och våra initiativ som vi är av vilka frågor som finns längst fram på dessa intressenters agenda. Detta gäller inte bara i samband med våra bolagsstyrningsseminarier om aktuella bolagsstyrningsfrågor. Vi är alltid öppna för att få in relevanta synpunkter från kodanvändarna. Vi uppmanar därför er att höra av er via mail eller telefon så att vi kan se till att vårt arbete bedrivs på bästa sätt. ◀

Visby i september 2024

Björn Kristiansson
Verkställande ledamot

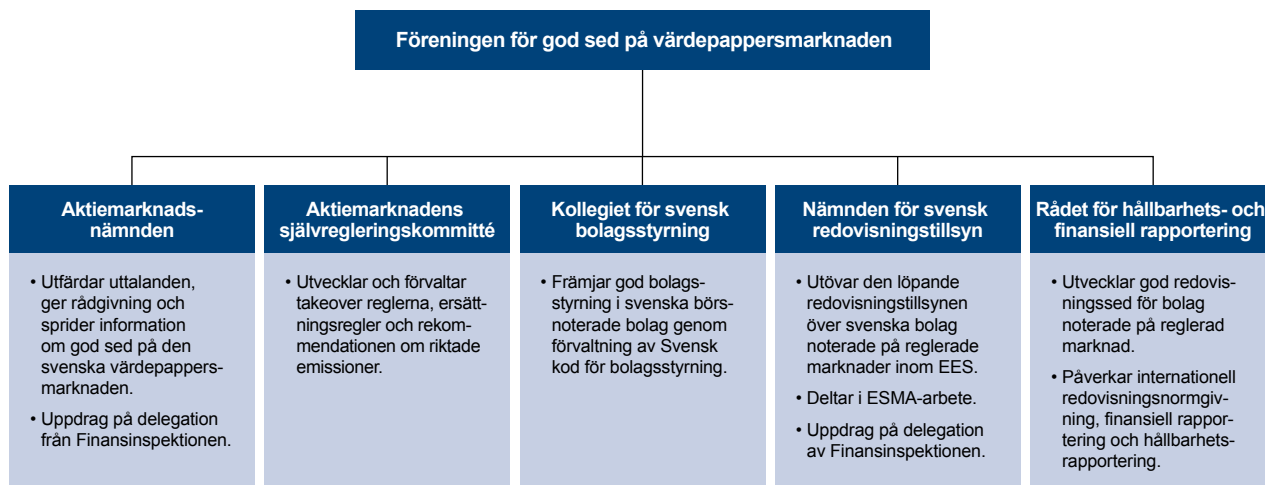
I. VERKSAMHETSBERÄTTELSE

I denna del av årsrapporten redovisar Kollegiet sin verksamhet under bolagsstyrningsåret 2023–2024 samt diskuterar aktuella frågor om Koden och svensk bolagsstyrning.

Kollegiets uppdrag

Kollegiet ingår, tillsammans med Aktiemarknadsnämnden, Rådet för hållbarhets- och finansiell rapportering, Nämnden för svensk redovisningstillsyn och Aktiemarknadens självregleringskommitté, i Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden, som sedan hösten 2005 svarar för den svenska självregleringen på aktiemarknaden. Föreningens huvudmän utgörs av åtta organisationer inom det privata näringslivet. Se figuren nedan och www.godsed.se.

Kollegiets ursprungliga och fortfarande viktigaste uppgift är att främja en god utveckling av svensk bolagsstyrning, främst genom att tillse att Sverige vid var tid har en relevant, aktuell och effektiv kod för bolagsstyrning i börsnoterade bolag. Kollegiet ska också verka internationellt för ökad kunskap om svensk bolagsstyrning och om den svenska aktiemarknaden samt tillvarata svenska intressen inom dessa områden.



Avseende uppdraget att främja svensk bolagsstyrning har Kollegiet rollen att vara normgivande för god bolagsstyrning i börsnoterade bolag. Denna uppgift fullgörs främst genom att se till att den svenska Koden för bolagsstyrning är ändamålsenlig och fortlöpande hålls uppdaterad med hänsyn till utvecklingen i Sverige och internationellt.

Kollegiet är även aktivt i utländska fora såsom EU och OECD när det gäller tillvaratagande av svenska intressen på bolagsstyrningsområdet. En viktig uppgift för Kollegiet är att vara remissinstans i bolagsstyrningsfrågor.

Kollegiet har ingen övervakande eller dömande roll när det gäller hur enskilda bolag tillämpar Koden. Att de bolag som enligt börsernas regelverk och årsredovisningslagen ska tillämpa Koden gör det på ett adekvat sätt ankommer på bolagets revisor samt på respektive

börs där Koden tillämpas att övervaka. Inte heller dessa har emellertid någon värderande eller dömande roll när det gäller vilka regler i Koden bolagen väljer att följa eller avvika från. Det är kapitalmarknadens aktörer – bolagens nuvarande och framtida ägare och deras rådgivare – som sist och slutligen avgör i vad mån ett bolags sätt att tillämpa Koden inger förtroende och vad detta leder till beträffande synen på bolagets aktier som investeringsobjekt.

I frågor om tolkning av Koden är detta inte heller en uppgift för Kollegiet. Detta görs av Aktiemarknadsnämnden på begäran, vilket redovisas i ett särskilt avsnitt av denna rapport. <



Kollegiets arbete under året

Under 2023 bestod Kollegiet inledningsvis av ordförande Gun Nilsson, vice ordförande Håkan Broman samt övriga ordinarie ledamöterna Karin Apelman, Göran Espelund, Mats Isaksson, Louise Lindh och Marianne Nilsson samt Björn Kristiansson som verkställande ledamot. I juni 2023 lämnade Gun Nilsson och Göran Espelund Kollegiet och Carl-Henric Svanberg valdes till ordförande och Tomas Flodén till ordinarie ledamot. Kollegiet har under året haft fyra ordinarie sammanträden. Därutöver har överläggningar hållits via e-post och telefon vid behov samt möten i olika utskott och arbetsgrupper.

En redogörelse för Kollegiets arbete under året följer nedan.

Kommunikation – årligt seminarium

Kollegiets nuvarande kommunikationsplan fastlades 2019. Under 2019 återupptog Kollegiet också den tidigare traditionen med årliga bolagsstyrningsseminarier. 2023 års öppna seminarium genomfördes virtuellt med cirka 200 deltagare. Efter att Kollegiets ordförande Carl-Henric Svanberg inlett, höll Conni Jonsson, ordförande, EQT AB, ett anförande på temat *Från private equity till noterat – hur påverkas bolagsstyrningen?* Frågor om vilka faktorer som påverkar förutsättningarna för ett gynnsamt noteringsklimat och en välfungerande finansmarknad behandlades därefter i en paneldiskussion med, utöver Conni Jonsson, Andreas Gustafsson, General Counsel Europe, Nasdaq, Peder Hasslev, VD, Alecta, samt Maria Larsson, Senior legal advisor, Svenskt Näringsliv. Rolf Skog, Adj. professor och Expert bolagsrätt vid Justitiedepartementet, redogjorde därefter för erfarenheterna från det svenska ordförandeskapet i Europeiska unionens råd på bolagsstyrningsområdet och slutligen redogjorde Kollegiets verkställande ledamot Björn Kristiansson för aktuella frågor i Kollegiet och den reviderade Koden.

Uppföljning av Koden och svensk bolagsstyrning

För att följa upp att Koden fungerar som avsett och få underlag för överväganden om eventuella ändringar genomför Kollegiet fortlöpande olika typer av under-

sökningar av hur Kodens regler i praktiken tillämpas och fungerar. Den viktigaste av dessa är den genomgång av de kodtillämpande bolagens bolagsstyrningsrapporter och bolagsstyrningsinformationen på bolagens webbplatser som har skett sedan Koden infördes 2005, och som numera sker vartannat år.

SIS Ägarservice och Fristedt Consulting har sedan 2015 givits uppdraget att genomföra den årliga undersökningen. Senaste genomgången gjordes under 2023 och finns publicerad i avsnitt II i årsrapporten för 2023. Nästa genomgång utförs 2025.

Revidering av Koden

Utöver genomgången av bolagsstyrningsinformation har Kollegiet en löpande dialog med användare av Koden samt genomför strukturerade undersökningar av bolagens tillämpning av Koden. Vidare följer och analyserar Kollegiet den allmänna debatten inom området, förändringar av lagstiftning och annan reglering samt utvecklingen internationellt och inom den akademiska forskningen. På grundval av detta och annat relevant underlag överväger Kollegiet behovet av begränsade modifieringar av Koden respektive mer genomgripande översyner av Koden som helhet.

Den senaste reviderade bolagsstyrningskoden trädde i kraft den 1 januari 2020. Mot bakgrund av den tid som förflutit sedan den senaste revisionen genomförde Kollegiet under 2023 rundabordssamtal med kodanvändare för att identifiera behov av regelförändringar. Den övergripande slutsatsen från dessa aktiviteter var att Koden i huvudsak fungerade bra. Ett skäl för översyn var emellertid EU-kommissionens fortsatta arbete på bolagsstyrningsområdet, vilket bland annat inkluderar de kommande kraven på en särskild hållbarhetsrapport som nu arbetats in i Koden. Vidare har Kollegiet, mot bakgrund av lagstiftningen om digitala bolagsstämmor, övervägt för- och nackdelar med helt digitala bolagsstämmor i börsbolagen. Kollegiet välkomnar de möjligheter ny teknik kan medföra för att skapa förutsättningar för så många aktieägare som möjligt att delta vid bolagsstämma. Samtidigt är det Kollegiets uppfattning att det fysiska mötet mellan bolagsledning och aktieägare utgör

en viktig del av den svenska bolagsstyrningsmodellen, och en ny kodregel om att börsbolag alltid ska hålla fysiska stämmor (även om andra former för deltagande vid stämman erbjuds parallellt) har därför införts i Koden. Utöver detta har följderna av de internationella röstningsrådgivarnas rekommendationer gett avtryck i Kodens inledningsavsnitt.

Den reviderade bolagsstyrningskoden trädde i kraft den 1 januari 2024, och de tillägg i Koden som avser hållbarhetsrapporter träder i kraft i enlighet med övergångsbestämmelserna i den aktuella lagstiftningen. Den reviderade bolagsstyrningskoden finns tillgänglig på Kollegiets webbplats www.bolagsstyrning.se.

Könsfördelning i börsbolagsstyrelser

Koden föreskriver sedan den infördes att en jämn könsfördelning ska eftersträvas i börsbolagens styrelser. Valberedningarna ska i föreskrivna motiveringar av sina förslag beakta Kodens föreskrift om könsfördelning. Kollegiet utfärdade under 2014 en anvisning med ett antal initiativ för att uppnå en jämnare könsfördelning i börsbolagens styrelser, vilken trädde i kraft den 1 januari 2015. Anvisningen implementerades i Koden vid 2015 års revidering.

Kollegiet genomförde initialt beräkningar av könsfördelningen i börsbolagsstyrelserna två gånger per år – inför och efter respektive stämposäsong, men har sedan 2016 valt att endast beräkna könsfördelningen efter den s.k. stämposäsongen, dvs. i början av juli. Dessa beräkningar finns tillgängliga på Kollegiets webbplats www.bolagsstyrning.se. Statistik har under det senaste året tagits fram per den 10 juni 2023 samt den 24 juni 2024.

Remissarbete med mera

En viktig del av Kollegiets verksamhet är att vara remissorgan för utredningar och lagförslag inom sitt arbetsfält. Detta gäller såväl inhemsk regelutveckling som olika former av regleringsinitiativ från EU:s sida. Kollegiets remissarbete har blivit mer omfattande för varje år, inte minst när det gäller EU-reglering. Det hänger samman med att EU-kommissionen i efterdyningarna till den finansiella krisen har intensifierat sitt arbete med att utöka och harmonisera regleringen av bolagsstyrning inom unionen. Detta har tagit sig uttryck i en rad så kallade grönböcker, handlingsplaner och direktivförslag som behandlar olika aspekter av bolagsstyrning i olika sektorer av näringslivet under de senaste sju åren. Under 2023 och 2024 har Kollegiet lämnat remissvar bland

annat avseende Finansinspektionens förslag till nya föreskrifter om ägar-, ägarlednings- och ledningsprövning, Justitiedepartementets promemoria Digitala bolags- och föreningsstämmor, EU-kommissionens förslag om ett nytt EU-direktiv om aktiers olika röstvärde, samt SOU 2024:18, Delbetänkandet Nya regler om cybersäkerhet.

Samtliga yttranden och remissvar återfinns på Kollegiets webbplats www.bolagsstyrning.se.

Internationellt arbete

Liksom tidigare har Kollegiet under 2023 och 2024 varit en aktiv deltagare i den internationella debatten på bolagsstyrningsområdet i syfte att främja svenska intressen och öka kunskapen om och förståelsen för svensk bolagsstyrning internationellt. Kollegiet bidrar även ekonomiskt till StyrelseAkademiens och ecoDas EU-bevakning och ges på så sätt tillgång till information om utvecklingen inom EU samt har möjlighet att ge synpunkter på StyrelseAkademiens och ecoDas arbete.

Sedan 2018 ingår Kollegiet även i den s.k. Seven Chairs Group, som består av ordförandena för Kollegiets motsvarigheter i Storbritannien, Belgien, Frankrike, Tyskland, Italien och Nederländerna jämte Kollegiets ordförande, och deltar i de möten för informationsutbyte som regelbundet hålls.

Sedan 2024 ingår Kollegiet även i OECD:s bolagsstyrningskommitté, som ansvarar för OECD:s arbete på bolagsstyrningsområdet inklusive förvaltningen av G20/OECD Principles of Corporate Governance, och deltar i kommitténs regelbundna möten.

Nordiskt arbete

Kollegiet ingår vidare i ett nordiskt samarbete på bolagsstyrningsområdet tillsammans med kodutfärdare från övriga nordiska länder. De nordiska kodutfärdarna har regelbundna kontakter med lägesuppdateringar. En konferens för de nordiska kodutfärdarna planeras under hösten 2024 i Stockholm. ◀



II. Praxis avseende tolkning av Koden

Kollegiet är normgivande organ inom självregleringen på bolagsstyrningsområdet men har ingen övervakande eller dömande roll när det gäller hur enskilda bolag tillämpar Koden. Kollegiets kansli får ibland frågor om hur Koden ska tolkas, och även om kansliet så långt det går försöker hjälpa till att reda ut vad reglerna innebär är det inte Kollegiets uppgift att uttolka hur Koden praktiskt ska tillämpas. Detta sker i stället av marknaden, varefter Kollegiet värderar den praxis som utvecklats och överväger eventuella justeringar av Koden med anledning därav. Däremot kan Aktiemarknadsnämnden, vars uppgift är att verka för god sed på den svenska aktiemarknaden, vara behjälplig med att tolka enskilda regler i Koden. Detta sker genom att den som önskar ett tolkningsbesked begär ett uttalande från nämnden.

Även disciplinnämnderna vid börserna Nasdaq Stockholm AB och Nordic Growth Market NGM AB kan komma att tolka Koden. Aktiemarknadsnämnden har genom åren gjort sammanlagt nio uttalanden där Kodens bestämmelser tolkas.

- AMN 2006:31 prövar huruvida två ägare kan lägga samman sina innehav för att beredas en plats i valberedningen.
- AMN 2008:48 och 2010:40 behandlar styrelsens manöverutrymme att bestämma villkoren i ett incitamentsprogram (numera bestämmelser i Aktiemarknadens självregleringskommittés ersättningsregler).
- AMN 2010:43 tolkar ett av oberoendekriterierna i Koden beträffande styrelseledamots oberoende i förhållande till kunder, leverantörer eller samarbetspartners som har omfattande affärsförbindelser med det noterade bolaget.

- AMN 2011:03 prövar huruvida ett erbjudande till vissa ledande befattningshavare i ett aktiemarknadsbolag om löneökning villkorat av varaktigt aktiesparande behövde hänskjutas till bolagsstämman.
- AMN 2015:24 prövar, i likhet med uttalande 2011:03 ovan, huruvida ett rörligt kontantbonusarrangemang till ledande befattningshavare i ett aktiemarknadsbolag villkorat av varaktigt aktiesparande behövde hänskjutas till bolagsstämman.
- AMN 2017:05 prövar i vilken utsträckning Kodens regler om ersättningar är tillämpliga på ett incitamentsprogram där ersättningen till ledande befattningshavare i dotterbolag baseras på utvecklingen i dotterbolaget.
- AMN 2018:19 prövar om en ledamot i valberedningen kan delta i beredningen av förslag till styrelseledamot avseende honom eller henne själv samt av förslag om styrelsearvode till honom eller henne själv.
- AMN 2018:48 prövar utformningen av ett incitamentsprogram från en större ägare.

Disciplinnämnderna vid Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM har inte särskilt tolkat Koden under verksamhetsåret 2023, och någon tidigare praxis avseende tolkning av Koden föreligger heller inte. 

III. UTBLICK

Utöver att redovisa Kollegiets arbete och kodens tillämpning under det gångna året vill Kollegiet med sin årsrapport tillhandahålla ett forum för diskussion och tankeutbyte om aktuella bolagsstyrningsfrågor i Sverige och internationellt. Därför inbjuder Kollegiet olika skribenter att publicera artiklar och debattinlägg inom detta område som bedöms vara av intresse för bolagsstyrningens utveckling. Varje författare svarar därvid självständigt för innehållet i sitt bidrag, och de uppfattningar och värderingar som framförs delas inte nödvändigtvis av Kollegiet.

I årets rapport ingår ett bidrag som är författat av Erik Lidman, universitetslektor i associationsrätt vid Stockholms och Göteborgs universitet och föreståndare för Swedish Corporate Governance Institute, samt sekreterare i Kollegiet. Artikeln behandlar användandet av röstvärdesskillnader i noterade bolag. 



Röstvärdesskillnader i svenska noterade bolag*

Erik Lidman

Få bolagsstyrningsfrågor är så omdiskuterade som röstvärdesskillnader, och meningsskiljaktigheterna beträffande förekomsten har beskrivits som “[o]ne of the most contentious and long-standing debates in corporate governance”.¹ Många länder har under devisen ”en aktie – en röst” förbjudit röstvärdesskillnader, antingen generellt i bolagsrätten, eller specifikt i noterade bolag. I Sverige har det emellertid varit upp till aktieägarna att välja den kapitalstruktur som anses passa bäst i det enskilda bolaget. I linje med hur den svenska modellen för bolagsstyrning bygger på aktivt ägande har röstvärdesskillnader också använts frekvent, och under perioder har uppemot 90 procent av de noterade bolagen i Sverige haft röstvärdesskillnader.²

Trots att denna ordning synes ha tjänat det svenska näringslivet väl förekommer ofta kritik mot användandet av röstvärdesskillnader även på den svenska marknaden. Den senaste kommer röstningsrådgivaren ISS. ISS har under lång tid argumenterat mot röstvärdesskillnader i alla marknader, och i ISS *Global Voting Principles* anges att ”shareholders’ voting rights should be proportional to their economic interest in the company; each share should have one vote.” Denna syn på röstvärdesskillnader delas av många utländska institutionella investerare.³ För ett år sedan, 2023, tog ISS ett steg längre, då man i den årliga uppdateringen av *Benchmark Policy Recommendations* för Europa rekommenderade sina kunder att rösta emot val av styrelse och ansvarsfrihet för styrelsen i bolag med röstvärdesskillnader (*under rubriken Accountability for Capital Structure with Unequal Voting Rights*):

For meetings held on or after Feb 1, 2024, at widely-held companies, generally vote against directors or against the discharge of (non-executive) directors, if the company employs a stock structure with unequal voting rights. Vote recommendation will generally be directed against the nominees primarily responsible for, or benefiting from, the unequal vote structure.⁴

Den bakomliggande principiella hållningen beträffande röstvärdesskillnader framstår som allt mer oförenlig

med rättsutvecklingen internationellt. Även om röstvärdesskillnader historiskt betraktats med skepsis från vissa håll är bilden i dag en annan, och den långa traditionen avseende röstvärdesskillnader i Sverige ses nu som en förebild i EU.⁵ I denna artikel redogörs för utvecklingen i de länder vi i Sverige brukar jämföra oss med i bolagsstyrningsfrågor och vad den empiriska forskningen säger om röstvärdesskillnader. Artikeln avslutas och några reflektioner avseende debatten.

2. Debatten om röstvärdesskillnader

2.1 EU

EU-kommissionen hade under en lång tid en skeptisk syn på röstvärdesskillnader och flera försök att införa en princip om ”en aktie – en röst” i EU:s bolagsrätt har gjorts. Det första försöket gjordes på 1970-talet i förslaget till det femte bolagsrättsdirektivet, där det i artikel 33 föreskrevs att “[t]he shareholder’s right to vote shall be proportionate to the fraction of capital subscribed which the share represents”.⁶ Hela det föreslagna direktivet, som främst syftade till att harmonisera bolagsstyrningen inom EU, övergavs så småningom, och med det också den tidiga ambitionen att förbjuda röstvärdesskillnader.⁷

Senare försök gjordes emellertid i samband med förhandlingarna om takeover-direktivet, mer specifikt i förhållande till genombrottsregeln.⁸ Den mest betydelsefulla framstötten var emellertid den som kommissionär Charlie McCreevy gjorde 2006 då han föreslog att kommissionen skulle utfärda en rekommendation till medlemsstaterna att i sin bolagsrätt tillämpa principen ”en aktie – en röst”. Förslaget skapade en intensiv debatt med krav på bevis för att röstvärdesskillnader var skadliga. Studier beställdes från ISS, Sherman & Sterling och European Corporate Governance Institute för att belägga problemen med röstvärdesskillnader. Studierna gav emellertid inte det av kommissionären önskade resultatet, vilket ledde till ett abrupt slut på McCreevys ambitioner på området.⁹

På senare tid har EU-kommissionen svängt i sin syn på röstvärdesskillnader. I slutrapporten från det europeiska högnivåforumet om kapitalmarknadsunionen som publicerades i juni 2020, rekommenderar gruppen

att “[a]ll companies, irrespective of their size, should be allowed to implement a dual class share system”, eftersom “[t]his will help companies avoid being taken over by larger companies, gives owners a vested interest in maintaining company growth, and helps foster a long-term outlook for the company, while keeping listing an attractive funding option.”¹⁰ Ett direktiv om aktiestrukturer med olika röstvärden antogs efter intensiva förhandlingar våren 2024 (där Sverige spelade en central roll), och medlemsstaterna kommer, efter det att direktivet har trätt i kraft, att vara skyldiga att se till att företag som ansöker om upptagande till handel av sina aktier på en handelsplattform (MTF) har möjlighet att ge ut aktier med olika röstvärde.¹¹

Direktivet signalerar en tydlig kursändring hos EU-kommissionen, men dess materiella innebörd ska inte överdrivas. Dels är direktivet begränsat till handelsplattformar, men därtill har utvecklingen i medlemsstaterna sprungit ifrån kommissionen. I dag tillåter 14 av 27 medlemsstater röstvärdesskillnader i noterade bolag. För några år bestod denna lista av, utöver de nordiska länderna och Nederländerna, medlemsstater vars kapitalmarknader var av mindre intresse internationellt sett, och röstvärdesskillnader var inte tillåtna i de större medlemsstaterna såsom Spanien, Storbritannien (före Brexit), Tyskland, Frankrike och Italien. Under de senaste åren har detta förändrats, och av de länder vi brukar jämföra oss med i bolagsstyrningsfrågor är det numera bara Spanien och Belgien som fortfarande inte tillåter röstvärdesskillnader. Utvecklingen i några av de största medlemsstaterna som tidigare förbjudit röstvärdesskillnaderna beskrivs kort nedan.

2.2 Storbritannien

Ett av de mest uppmärksammade skiftena i fråga om röstvärdesskillnader i modern tid har ägt rum i Storbritannien, där London Stock Exchange (LSE) länge var känd som en av de starkaste förespråkarna för ”en aktie – en röst”. Medan röstvärdesskillnader varken var ovanliga eller särskilt kritiserade under första hälften av 1900-talet, ändrades inställningen i marknaden successivt under 1950- och 1960-talet, särskilt hos institutionella investerare som utvecklade en ”markant avsmak” för röstvärdesdifferenser.¹² Även om LSE inte omedelbart förbjöd röstvärdesdifferenser, så blev företagen tidigt så avskräckta från användningen efter den intensiva kritiken som förekom i den allmänna debatten att strukturerna nästan helt försvann, och så

småningom förbjöds röstvärdesskillnader på LSE:s premiumsegment.

Denna hållning har nu förändrats. I den översyn av LSE:s noteringsregler för att förbättra noteringsklimatet i London som genomfördes 2021 (*Hill Review*) rekommenderades att börsen skulle tillåta noteringar med röstvärdesskillnader på sitt premiumsegment, vilket också blev fallet 2022.¹³ Alldeles nyligen (mitten av juli 2024) liberaliserades noteringsreglerna ytterligare.¹⁴

2.3 Tyskland

Som i Storbritannien var röstvärdesskillnader under det tidiga 1900-talet vanliga i Tyskland, men successivt och under ungefär samma tidsperiod som i Storbritannien blev reglerna allt stramare. Genom 1998 års lagändringar kom röstvärdesskillnader att bli undantagslöst förbjudna i såväl noterade som onoterade bolag.¹⁵

Som en del i en omfattande reform av tysk bolagsrätt 2023 – Lag om framtida finansiering (*Zukunftsförfinanzierungsgesetz*) – har dock detta kommit att ändras. Förslaget att tillåta röstvärdesskillnader som offentliggjordes 2021 möttes av skepsis från vissa håll i näringslivet, men tyska experter var överens: ökad flexibilitet och fördelarna med röstvärdesskillnader överväger nackdelarna, och ett avskaffande av förbudet mot röstvärdesskillnader bedömdes vara positivt för det tyska näringslivet och investerare.¹⁶ Den nya lagen, som tillåter röstvärdesskillnader i såväl noterade som onoterade bolag, antogs den 11 december 2023.

2.4 Frankrike och Italien

I Frankrike har röstvärdesskillnader varit förbjudna sedan 1930-talet i noterade bolag.¹⁷ Ordningen var dock mer liberal än i Tyskland, och Frankrike har sedan 1960-talet tillåtit så kallade lojalitetsaktier, innebärandes att röstetalet per aktie ökar efter en viss innehavsperiod – i Frankrike dubbleras rösträtten efter två års innehav, genom föreskrift i bolagsordningen. Genom *Loi Florange* 2014 blev huvudregeln i *Code Civil* att noterade bolag har en lojalitetsaktiestruktur, om inte annat föreskrivs i bolagsordningen.

Mot bakgrund av hur den franska aktiemarknaden (i likhet med de flesta aktiemarknader i världen, dock ej den svenska) krympt under de senaste tjugo åren, och med inspiration från de åtgärder som vidtagits i bland annat Storbritannien, presenterade den franska ”aktiemarknadsregelkommittén” en rapport med förslag om att tillåta röstvärdesskillnader i franska noterade bolag.¹⁸



Den franska lagstiftaren tog intryck av rapporten, och i juni 2024 antogs en lag som tillåter röstvärdesskillnader i noterade bolag.¹⁹

En liknande utveckling har ägt rum i Italien. Röstvärdesskillnader förbjöds där i början av 1940-talet i såväl noterade som onoterade bolag.²⁰ Detta förändrades dock 2014, när röstvärdesskillnader återigen kom att tillåtas i onoterade bolag, och lojalitetsaktier motsvarande de franska blev tillåtna i noterade bolag.²¹ Våren 2024 togs ytterligare ett steg, och numera är röstvärdesskillnader tillåtna även i noterade bolag.²²

2.5 Utvecklingen i USA

Något bör också sägas om utvecklingen på andra sidan Atlanten, som med all säkerhet också haft stor påverkan på utvecklingen i Europa. I USA var företag med röstvärdesskillnader inte ovanliga i slutet av 1800-talet och i början av 1900-talet. Efter akademisk kritik mot röstvärdesskillnader som ett instrument för ledningen att isolera sig från aktieägarnas inflytande började dock tongångarna ändras, och New York Stock Exchange (NYSE) förbjöd i praktiken noteringar av bolag med röstvärdesskillnader 1926.²³ Den andra stora amerikanska börser, American Stock Exchange (AMEX), följde så småningom efter, även om det där inte var fråga om ett absolut förbud.²⁴

Under 1970- och särskilt 1980-talet kom dock synen på röstvärdesskillnader i den allmänna debatten att ändras. På både AMEX och den då nybildade Nasdaq-börser²⁵ noterades flera stora bolag med röstvärdesskillnader, och 1994 införde NYSE, AMEX och Nasdaq en gemensam tillåtande policy för röstvärdesskillnader.²⁶ Efter Googles börsintroduktion med röstvärdesskillnader 2004 öppnades dammluckorna, och sedan dess har företag som Facebook, LinkedIn, Groupon, Snap, Zynga och Fitbit anslutit sig till gamla amerikanska företag med röstvärdesskillnader, som Ford och New York Times. Röstvärdesskillnader har blivit allt vanligare under senare år: Medan cirka tio procent av de bolag som börsnoterades i USA hade röstvärdesskillnader 2016, var siffran 20 procent för de bolag som börsnoterades 2017 och 2019,²⁷ och 26 procent 2023.²⁸ Utvecklingen i USA har också gjort intryck i Asien, med följd att marknader som tidigare haft en strikt ”en aktie – en röst”-policy såsom Hong Kong och Singapore av konkurrensskäl följt efter.²⁹

3. Litteraturoversikt avseende den empiriska forskningen om röstvärdesskillnader

3.1 Inledning och avtalsfrihet som utgångspunkt i regleringen

Utvecklingen som beskrivits ovan är tydlig. Flera inflytelserika länder som tidigare förbjudit röstvärdesskillnader har gjort sig av med förbudet, och även kommissionen som under lång tid verkade för ett förbud mot röstvärdesskillnader i EU-rätten har bytt fot i frågan. Skälen är flera. Högt upp på listan står att det har ansetts göra noteringar mer attraktivt för bolag där ägarna inte vill mista kontrollen, samt att en tillåtande inställning till röstvärdesskillnader synes ha blivit en konkurrensfaktor mellan marknadsplatser.

Men i grunden ligger också att forskningen om röstvärdesskillnader allt mer entydigt kommit att utvisa att röstvärdesskillnader varken synes vara negativa för bolag eller investerare, och att det därmed inte finns något skäl för att förbjuda dem, utan att i stället låta marknaden avgöra vad som är en lämplig ordning i det enskilda bolaget. Detta konstaterade EU-kommissionen i sina studier redan 2007. Trots detta anför många att det finns något inneboende negativt i röstvärdesskillnader. En litteraturoversikt beträffande vad den empiriska forskningen säger om effekterna av röstvärdesskillnader är därför påkallad. Det måste som utgångspunkt vara tillåtet för företagen att välja den kapitalstruktur de finner lämplig, såvida det inte finns övervägande skäl för att begränsa denna avtalsfrihet genom ett tvingande rättsligt ingripande (och investerare måste naturligtvis vara lika fria att inte investera i bolag som inte har en struktur som passar dem). Detta kan tyckas vara ett triviale påstående, men eftersom det inte sällan görs ett närmast ideologiskt påstående om att ”en aktie – en röst” är en grundprincip som vissa bolag *avviker* från, är utgångspunkten värd att understryka.

Mot den bakgrunden har fyra huvudsakliga argument förts fram om varför röstvärdesskillnader är skadliga, och varför de inte bör tillåtas eller åtminstone varför bolag med röstvärdesskillnader inte bör få notera sina aktier. *Det första* är att röstvärdesskillnader skadar bolagens värde. *Det andra* är att röstvärdesskillnader påstås utgöra en sorts försvarsåtgärd ägnad att förhindra offentliga uppköpserbjudanden, och därmed försämra marknaden för företagskontroll. *Det tredje* är att röstvärdesskillnader kan leda till dolda värdeöverföringar till kontrollerande aktieägare eller bolagsledningen (ökade

agentkostnader). *Det fjärde* är att röstvärdesskillnader gör det svårare att hålla företagsledningen ansvarig.

3.2 Röstvärdesskillnader skadar bolagsvärdet

Resonemanget bakom det första argumentet, att röstvärdesskillnader skadar bolagsvärdet, är ofta att innehavare av röststarka aktier inte har incitament att maximera bolagets potential på grund av *free-rider problemet*. Argumentet har studerats utförligt, och i flera studier har empiriska forskare funnit bevis för att röstvärdesskillnader skadar företagsvärdet över tid, att aktier i företag med röstvärdesskillnader handlas till lägre värderingar och att företag med röstvärdesskillnader erbjuder lägre avkastning:

Jarrell & Poulsen (1988), *Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms*, Journal of Financial Economics 20, s. 129–152; Maynes (1992), *Reallocation of voting rights and shareholders' wealth*, Canadian Journal of Economics 25, s. 538–563; Taylor & Whittred (1998), *Security design and the allocation of voting rights: Evidence from the Australian IPO market*, Journal of Corporate Finance 4(2), s. 107–131 (inte avseende röstvärdesskillnader specifikt, men undersökta bolag med röstvärdesskillnader handlas med rabatt i förhållande till substansvärde); Claessens, Djankov & Lang (2002), *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*, Journal of Finance 57, s. 2741–2771; Lins (2003), *Equity ownership and firm value in emerging markets*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 38, s. 159–184; Pajuste (2005), *Determinants and Consequences of the Unification of Dual-Class Shares*, ECB Working Paper nr. 465 (som visar en högre ”market to book ratio” vid sammanslagning av aktieslag); Smart, Thirumalai & Zutter (2008), *What is in a vote? The short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values*, Journal of Accounting and Economics 45(1), s. 94–115 (visar ingen skillnad avseende lönsamhet, men däremot värdering); Bennedsen & Nielsen (2006), *The Principle of Proportional Ownership, Investor Protection and Firm Value in Western Europe*, ECGI - Finance Working Paper nr. 134; Villalonga & Amit (2006), *How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?*, Journal of Financial Economics 80, s. 385–417; Dittman & Ulbricht (2008), *Timing and Wealth Effects of German Dual Class Stock Unifications*, European Financial Management 14(1), s. 163–196; King & Santor (2008), *Family values: Own-*

ership structure, performance and capital structure of Canadian firms, Journal of Banking & Finance 32, s. 2423–2432; Masulis, Wang, & Xie (2009), *Agency problems at dual-class companies*, Journal of Finance 64(4), s. 1697–1727; Smith, Amoako-Adu & Kalimipalli (2009), *Concentrated control and corporate value: a comparative analysis of single and dual class structures in Canada*, Applied Financial Economics 19, s. 955–974; Bennedsen & Nielsen (2010), *Incentive and entrenchment effects in European ownership*, Journal of Banking & Finance 34, 2212–2229; Gompers, Ishii & Metrick (2010), *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, The Review of Financial Studies 23(3), s. 1051–1088; Ikäheimo, Puttonen & Ratilainen (2011), *External corporate governance and performance: evidence from the Nordic countries*, The European Journal of Finance 17(5-6), s. 427–450; Amoako-Adu, Baulkaran & Smith (2013), *Dual class discount, and the channels of extraction of private benefits*, Advances in Financial Economics 16, s. 165–216; Baulkaran (2014), *Management entrenchment and the valuation discount of dual class firms*, The Quarterly Review of Economics and Finance 54(1), s. 70–81; Lauterbach & Pajuste (2015), *The long-term valuation effects of voluntary dual class share unifications*, Journal of Corporate Finance 31, s. 171–185; Anderson, Ottolenghi & Reeb (2017), *The dual class premium: a family affair*, Fox School of Business Research paper nr. 021; de Andrade, Bressan & Iquiapaza (2017), *Dual class shares, board of directors' effectiveness and firm's market value: an empirical study*, Journal of Management & Governance 21(4), s. 1053–1092.

Man kan dock hitta lika många – rentav fler – empiriska studier som visar det omvända, att röstvärdesskillnader har positiva effekter på företagets värde, eller att de inte har någon effekt alls:

Jog & Riding (1986), *Price effects of dual-class shares*, Financial Analysis Journal 42, s. 58–67; Partch (1987), *The creation of a class of limited voting stock and shareholder wealth*, Journal of Financial Economics 18, s. 313–340 (som drar slutsatsen att ”there is no evidence that current shareholders are harmed by the creation of limited voting common stock”); Ang & Megginson (1989), *Restricted voting shares, ownership structure, and the market value of dual-class firms*, The Journal of Financial Research 12(4), s. 301–318;

- Cornett & Vetsuypens (1989), *Voting Rights and Shareholder Wealth, The issuance of Limited Voting Common Stock*, *Managerial and Decision Economics* 10, s. 175–188 (“data do not lend support to the hypothesis that the concentration of voting power with incumbent management is detrimental to shareholder interests”); Lehn, Netter & Poulsen (1990), *Consolidating corporate control: dual-class recapitalizations versus leveraged buyouts*, *Journal of Financial Economics* 27(2), s. 557–580; Foerster & Porter (1993), *Dual class shares: are there returns differences?* *Journal of Business Finance & Accounting* 20(6), s. 893–903; Mikkelson & Partch (1994), *The consequences of unbundling managers’ voting rights and equity claims*, *Journal of Corporate Finance* 1, s. 175–199; Böhmer, Sanger & Varshney (1995), *The Effect of Consolidated Control on Firm Performance: The Case of Dual-class IPOs*, i Lewis, *Empirical issues in raising equity capital*; Kryzanowski & Zhang (1995), *Introduction of dual-class shares: Further evidence on Canadian pro-rata distributions*, *International Review of Financial Analysis* 4(1), s. 67–79; Kunz (2002), *Simplification of equity capital structure and market value*, *Financial Markets and Portfolio Management* 16(1), s. 30–52; Smart & Zutter (2003), *Control as a motivation for underpricing: a comparison of dual and single-class IPOs*, *Journal of Financial Economics* 69(1), s. 85–110; Bauguess (2004), *Recontracting Ownership and Control: The Effects of Differential Voting Rights after Dual Class Recapitalization*, avhandling vid Arizona State University; Pajuste (2005), *Determinants and Consequences of the Unification of Dual-Class Shares*, ECB Working Paper nr. 465; Ben-Amar & André (2006), *Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada*, *Journal of Business Finance & Accounting* 33(3-4), s. 517–543; Dimitriov & Jain (2006), *Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns*, *Journal of Corporate Finance* 12, s. 342–366; Smart, Thirumalai & Zutter (2008), *What is in a vote? The short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values*, *Journal of Accounting and Economics* 45(1), s. 94–115 (“there is at best only scant evidence suggesting that duals exhibit abnormally low operating performance”); Anderson, Duru, & Reeb (2009), *Founders, heirs, and corporate opacity in the United States*, *Journal of Financial Economics* 92, s. 205–222; Arugaslan, Cook & Kieschnick (2010), *On the decision to go public with dual class stock*, *Journal of Corporate Finance* 16(2), s. 170–181; Hoi & Robin (2010), *Agency Conflicts, Controlling Owner Proximity, and Firm Value: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, *Corporate Governance: an International Review* 18(2), s. 124–135; Chemmanur, Paeglis & Simonyan (2011), *Management quality and antitakeover provisions*, *Journal of Law & Economics* 54(3), s. 651–692; Ikäheimo, Puttonen & Ratilainen (2011), *External corporate governance and performance: evidence from the Nordic countries*, *The European Journal of Finance* 17(5-6), s. 427–450 (visar ingen effekt på avkastning, men positiv på rörelseresultat); Lauterbach & Yafeh (2011), *Long term changes in voting power and control structure following the unification of dual class shares*, *Journal of Corporate Finance* 17(2), s. 215–228; Bauguess, Slovin, Sushka (2012), *Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights*, *Journal of Banking & Finance* 36(4), s. 1244–1253; Jordan, Liu & Wu (2013), *Corporate payout policy in dual class firms*, *Journal of Corporate Finance* 26, s. 1–19; Nüesch (2016), *Dual-class shares, external financing needs, and firm performance*, *Journal of Management and Governance* 20(3), s. 525–551; Anderson, Ottolenghi & Reeb (2017), *The dual class premium: a family affair*, Fox School of Business Research paper 021 (konstaterar att företag med röstvärdesskillnader utan familjeägare uppvisar Tobin’s Q som är högre jämfört med motsvarande företag i samma bransch, men att det motsatta gäller när de röststarka aktierna innehas av familjeägare); Morey (2017), *Multi-class stock and firm value*, CII publication; Cremers, Lauterbach & Pajuste (2018), *The Life-Cycle of Dual Class Firms*, ECGI Working Paper nr 550 (visar högre värdering för företag med röstvärdesskillnader tidigt i livscykeln); Melas (2018), *Putting the Spotlight on Spotify: Why Have Stocks with Unequal Voting Rights Outperformed?* MSCI: Global Investing; Kim & Michaely (2019), *Sticking around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting*, ECGI Finance Working Paper nr. 590; Anh, Fisch, Patatoukas & Davidoff Solomon (2020), *Synthetic Governance*, ECGI Finance Working Paper nr. 693.
- Alla rigorösa forskningsöversikter som genomförts har därtill visat att det inte finns några avgörande bevis för att röstvärdesskillnader skulle ha effekt på företagsvär-

det i någon riktning.³⁰ Tillgängliga data visar att röstvärdesskillnader i vissa fall verkar ha en negativ effekt på företagsvärdet, men också att de i andra fall har en motsatt, positiv, effekt på företagsvärdet, och i ytterligare andra fall inte har någon effekt alls. Motsvarande torde kunna sägas om de flesta kapital- och styrningsstrukturer, och argumentet att röstvärdesskillnader som sådana skulle skada ett företags värde är således inte korrekt.

3.2 Röstvärdesskillnader försvårar offentliga uppköpserbjudanden

Det andra argumentet som ofta framförs i debatten om röstvärdesskillnader är att de utgör en form av försvarsåtgärd mot offentliga uppköpserbjudanden och därmed marknaden för företagskontroll.³¹ Sådana argument är inte sällan riktade mot specifika individer, som Mark Zuckerberg eller Larry Page, eller som en kritik mot familjeäggande.

Argumentet bygger på att röstvärdesskillnader kommer att hämma marknadens disciplinerande funktion, eftersom innehav av röststarka aktier kommer att skydda en kontrollerande aktieägare från ett ”fientligt” uppköpserbjudande. Även om det är uppenbart att detta i enskilda fall kan vara sant, är det inte tillräckligt för att utifrån det hävda att röstvärdesskillnader bör förbjudas. Detsamma kan i det enskilda fallet sägas om familjeäggande, aktieägaravtal mellan storägare, och bolagsledningarna med långsiktiga incitamentsprogram som skapar incitament för att förhindra förvärv. Frågan är om röstvärdesskillnader i allmänhet hindrar marknaden för företagskontroll från att fungera korrekt. Och här verkar bevisen vara ganska tydliga. Om röstvärdesskillnader utgjorde ett hinder mot uppköp skulle man kunna förvänta sig att företag med röstvärdesskillnader skulle bli uppköpta mer sällan än andra företag. Tillgängliga data ger inte stöd för detta. I en studie som genomfördes i Sverige var slutsatsen att bland de 245 svenska börsbolag som var föremål för uppköp under den 13-åriga mätperioden var 64 procent av de förvärvade företagen (157) företag med röstvärdesskillnader, jämfört med hur 69 procent av företagen i den totala populationen hade röstvärdesskillnader.³² Liknande resultat har reproducerats i ett antal andra studier på andra marknader.³³ Även om motsatsen även visats i andra studier,³⁴ är slutsatsen igen att tillgängliga data inte ger mer stöd för att röstvärdesskillnader har negativa effekter på uppköpsfrekvensen eller marknaden för företagskontroll än för motsatsen.³⁵

3.3 Röstvärdesskillnader leder till ökade agentkostnader

Det tredje huvudargumentet som ofta framförs mot röstvärdesskillnader är att de leder till ökad risk för dolda värdeöverföringar till kontrollerande aktieägare, eller med andra ord ökade agentkostnader. Man skulle naturligtvis kunna hävda att eftersom röstvärdesskillnader inte synes ha någon negativ effekt på företagsvärdet (se ovan) verkar detta osannolikt, eftersom ökade agentkostnader borde leda till minskat företagsvärde. Argumentet är dock inte beroende av att marknaden reagerar på de ökade agentkostnaderna genom att värdera företaget lägre, utan endast av att agentkostnaderna är högre i företag med röstvärdesskillnader än i andra företag. Agentkostnader är naturligtvis svåra att mäta direkt, eftersom de aktiviteter som leder till ökade agentkostnader per definition är sådana som efter bästa förmåga döljs. Ekonomer har dock använt kontrollpremier som betalats för kontrollblock och röststarka aktier som en ”proxy” utifrån logiken att premier som betalas för röststarka aktier jämfört med det pris som betalas för röstsvaga aktier ses som en indikator på fördelar som innehavare av röststarka aktier kan tillskansa sig på de röstsvaga aktieägarnas bekostnad.³⁶ Om röstvärdesskillnader på så vis ledde till ökade agentkostnader, skulle man därmed förvänta sig att kontrollpremier var högre på marknader där röstvärdesskillnader är vanliga än på andra marknader. Tatiana Nenovas kända studie *The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis* visar på abnormt höga kontrollpremier i vissa länder där olika varianter av röstvärdesskillnader är vanligt förekommande, däribland Brasilien, Italien och Mexiko. Studien visar dock också att kontrollpremier för röststarka aktier är mycket låga i de skandinaviska länderna, inklusive Sverige, och detsamma gäller för Kanada – en annan marknad där röstvärdesskillnader är vanliga.³⁷ Argumentet att röstvärdesskillnader leder till ökade agentkostnader kan därmed inte generellt sägas vara korrekt. Även om det finns exempel på marknader där röstvärdesskillnader är vanligt förekommande och där agentkostnaderna verkar vara förhöjda, kan ett orsaks samband mellan röstvärdesskillnader och agentkostnaderna inte påvisas.³⁸ Studier som jämför avkastningen och lönsamheten i bolag med röstvärdesskillnader med avkastningen och lönsamheten i andra jämförbara bolag visar dessutom ganska konsekvent på högre avkastning i bolag med röstvärdesskillnader, vilket knappast kan

förklaras med oproportionerligt höga agentkostnader.³⁹ Sammanfattningsvis verkar orsakssambandet mellan agentkostnader och reglering snarare relatera till den generella styrkan i minoritetsskyddet i bolagsrätten och i takeover-lagstiftningen, eftersom de länder som har höga kontrollpremier också bedöms ha ett svagt skydd för minoritetsaktieägarna.⁴⁰

3.4 Röstvärdesskillnader gör det svårare att hålla företagsledningen ansvarig

Det fjärde argumentet mot röstvärdesskillnader som ofta framförs är att de gör det svårt eller omöjligt att hålla företagsledningen ansvarig. Återigen är detta ett argument som är mycket svårt att empiriskt undersöka, och studier har gett olika resultat.⁴¹ Med tanke på att företag med röstvärdesskillnader i allmänhet inte underpresterar, att röstvärdesskillnader inte synes leda till ökade agentkostnader, och att röstvärdesskillnader inte synes påverka marknaden för företagskontroll, verkar det åtminstone inte som att röstvärdesskillnader leder till en ökning av oönskade beteenden som företagsledningen bör hållas ansvarig för. Dessutom är ett av de centrala bolagsstyrningsproblemen hur en spridd krets av aktieägare utan ekonomiska incitament att engagera sig ska kunna övervaka och hålla ledningen ansvarig för sitt agerande.⁴² Röstvärdesskillnader utgör en potentiell lösning till detta problem, eftersom det gör det möjligt för aktieägare att ha ett betydande inflytande över ledningen med minskade kostnader för underdiversifiering och minskad likviditet som innehav av stora aktieblock normalt medför. Om röstvärdesskillnader ökar vissa aktieägars inflytande framför andras kan man dock hävda att problemet med övervakning och ansvarsutkrävande flyttas från relationen mellan aktieägare och ledning, till relationen mellan större aktieägare och mindre aktieägare (*Quis custodiet ipsos custodes?*).⁴³ Men oavsett hur argumentet formuleras är faktum fortfarande att vi inte ser några generella bevis för att röstvärdesskillnader underpresterar eller för ökade agentkostnader i företag med röstvärdesskillnader, vilket skulle vara fallet om röstvärdesskillnader generellt förvärrade agentproblemet mellan majoritets- och minoritetsägare.

3.5 Sammanfattningsvis om den empiriska forskningen

Som framgått av litteraturöversikten i avsnittet är de argument som framförs mot röstvärdesskillnader inte grundade i den empiriska litteraturen. Samma slutsats

har dragits i flera andra litteraturöversikter, och till synes även av lagstiftare och regelmakare i länder som länge haft en skepsis mot röstvärdesskillnader såsom Tyskland, Frankrike, och Storbritannien.

Utifrån detta kan man inte dra slutsatsen att det inte finns några nackdelar med röstvärdesskillnader. Även om röstvärdesskillnader kan vara användbara för vissa företag i vissa avseenden, så ska man påminna sig om citatet från ekonomen Thomas Sowell: "There are no solutions, only trade-offs". Som framgått är röstvärdesskillnader lämpliga och nyttiga i vissa bolag, och i andra inte. Frågan är dock inte om röstvärdesskillnader är bra i alla bolag i alla marknader – så är inte fallet – eller om röstvärdesskillnader kan medföra bolagsstyrningsproblem – så är som visats fallet i vissa bolag i vissa marknader. Frågan är om problemen som kan följa av röstvärdesskillnader är så allvarliga att röstvärdesskillnader inte bör få användas i noterade bolag. Och i denna fråga är det tydliga svaret att en sådan hållning saknar empirisk grund.

4. Vägen framåt i debatten

Det är i dag få länder med stora kapitalmarknader som inte tillåter röstvärdesskillnader i noterade bolag, och många länder som av "en aktie – en röst"-förespråkare betraktats som föregångsländer har nu bytt fot för att skapa större flexibilitet i bolagsstyrningen. Utvecklingen har också stöd i aktuell juridisk och ekonomisk forskning.

Flera forskare har ställt sig frågande till varför förekomsten av röstvärdesskillnader är så kontroversiell,⁴⁴ och så även EU-kommissionen.⁴⁵ Oaktat vad grunden för kontroversen är, gäller den relevanta och konstruktiva frågan i bolagsstyrningen inte röstvärdesskillnadernas vara eller icke vara, utan i stället vilka särskilda bolagsstyrningsproblem som uppkommer i bolag med röstvärdesskillnader (i olika marknader) och i vilken mån särskild reglering är påkallad. Denna fråga är nu särskilt relevant när röstvärdesskillnader kan komma att användas av företag i länder där minoritetsskyddet i den nationella bolagsrätten inte utformats med röstvärdesskillnader i åtanke till följd av EU:s nya direktiv om röstvärdesskillnader och ändrade nationella regelverk. I denna fråga kan den svenska erfarenheten av att framgångsrikt reglera röstvärdesskillnader i över hundra år sannolikt vara av intresse för lagstiftare i andra länder och för policyorganisationer som röstningsrådgivare. Här kan Kollegiet och andra svenska aktörer sannolikt ha en viktig roll i den internationella debatten. ◀

- * Texten bygger på artikeln *Röstvärdesskillnader på svenska med anledning av ISS Benchmark Voting Policy*, kommande i Juridisk Tidskrift, som innehåller fullständiga referenser och vissa utveckledes resonemang.
- 1 Se Winden & Baker (2019), *Dual-Class Index Exclusion*, Virginia Law & Business Review 13, s. 101.
 - 2 Se Lidman & Skog (2022), *London Allowing Dual class premium listings*, Journal of Corporate Law Studies 22(1), s. 83–114.
 - 3 Se till exempel Council of Institutional Investors skrivelse angående röstvärdesskillnader (cii.org/dualclass), samt översikten avseende institutionella investerarens syn på röstvärdesskillnader i Proxy Monthly, volym 4 nr. 6 2017, på s. 7. Det bör här noteras att svenska institutionella investerare inte driver denna linje.
 - 4 Se sidan 14 i *ISS Benchmark Policy Recommendations Continental Europe*, tillgänglig på <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf?v=1>.
 - 5 Se COM(2022)761 final.
 - 6 Se utkast till ett femte bolagsrättsdirektiv, COM/1972/887/FINAL.
 - 7 Se Dine (1989), *Implications for the United Kingdom of the EC Fifth Directive*, International & Comparative Law Quarterly 38, s. 547–559 och Temple (1975), *The Fifth Directive on the harmonization of company law*, Common Market Law Review 12, s. 345–368. Idén har dock återkommit från tid till annan, se t.ex. COM(2003)284 final, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – a Plan to Move Forward*.
 - 8 Se till exempel Skog (2004), *The European Union's Proposed Takeover Directive, the "Breakthrough" Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock*, European Business Law Review 15(6), s. 294–305.
 - 9 Se studien *Proportionality between ownership and control in EU listed companies: External study commissioned by the European Commission*. Studien behandlas vidare nedan.
 - 10 Se s. 66 i rapporten, tillgänglig på https://commission.europa.eu/documents_en?prefLang=sv.
 - 11 Se Proposal for a Directive Of the European Parliament and of the Council on multiple-vote share structures in companies that seek the admission to trading of their shares on an SME growth market, COM/2022/761 final.
 - 12 Se vidare Braggion & Gianetti (2019), *Changing corporate governance norms: Evidence from dual class shares in the UK*, Journal of Financial Intermediation 37, s. 15–27.
 - 13 För en diskussion avseende denna utveckling, se Lidman & Skog (2022), *London Allowing Dual class premium listings*, Journal of Corporate Law Studies 22(1), s. 83–114. Notera också skillnaden mellan "specified weighted voting rights" och aktier med röstvärdesskillnader som vi är vana vid i svensk kontext.
 - 14 Se pressmeddelande från Financial Conduct Authority (FCA) den 11 juli 2024, *FCA overhauls listing rules to boost growth and innovation on UK stock markets*.
 - 15 Se Casper (2023) *Das Zukunftsfinanzierungsgesetz – Zwischen Griff in die historische Mottenkiste und behutsamer Fortentwicklung der Unternehmensfinanzierung*, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 187, s. 5–47.
 - 16 Se Hopt & Kals (2024), *Multiple-voting shares in Europe - A comparative law and economic analysis*, ECGI Law Working Paper Nr. 786/2024, s. 12 ff.
 - 17 Se Pietrancosta (2023), *Propositions françaises et européennes pour ouvrir le vote multiple aux sociétés entrant en bourse*, Bulletin Joly Sociétés 201q7, s. 63–76.
 - 18 Se *Rapport Sur Les Droits De vote Multiples du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris*, 15 september 2022, tillgänglig på https://www.banque-france.fr/system/files/2023-10/rapport_50_f.pdf.
 - 19 Se Loi n° 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France, JORF n° 0138 du 14 juin 2024, Art. L. L. 22-10-46-1.
 - 20 Även om varianter såsom röstlösa aktier och aktier med begränsad rösträtt var tillåtna även därefter.
 - 21 Se Ventoruzzo (2015), *The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat*, ECGI Law Working Paper nr 288/2015.
 - 22 Legge 5 marzo 2024, n. 21, Gazzetta Ufficiale n. 60, 12 marzo 2024, se även Pietrancosta (2023), *Propositions françaises et européennes pour ouvrir le vote multiple aux sociétés entrant en bourse*, Bulletin Joly Sociétés 201q7, s. 63–76.
 - 23 *De facto*-förbudet infördes 1926, men det blev allmän policy först på 1940-talet. Se Jennings (1958), *The Role of the States in Corporate Regulation and Investor Protection*, Law and Contemporary Problems 23(2), s. 193–230, och Robbins (1978), *An Evaluation of the New York Stock Exchange Listing Policy on Voting*, New York Stock Exchange Study, s. 183.
 - 24 Se Howell (2017), *The Survival of the U.S. Dual Class Share Structure*, Journal of Corporate Finance 44(c) s. 440–450.
 - 25 Som redan från starten tillät röstvärdesskillnader.
 - 26 Se Howell (2017), *The Survival of the U.S. Dual Class Share Structure*, Journal of Corporate Finance 44(c) s. 440–450, och Reddy (2020), *More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on US Dual-Class Stock*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper nr. 20, avsnitt I.A.
 - 27 Se Committee on Capital Markets Regulation, *The Rise of Dual Class Shares: Regulation and Implications*, tillgänglig på <https://www.capmksreg.org/wp-content/uploads/2020/04/The-Rise-of-Dual-Class-Shares-04.08.20-1.pdf> och <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-02-15/alphabet-to-snap-s-dual-class-shares-chided-by-sec-official>.
 - 28 Se Ritter (2024), *Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2023*, tillgänglig på <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-Dual-Class.pdf>.
 - 29 Se Lidman & Skog (2022), *London Allowing dual class Premium listings: A Swedish comment*, Journal of Corporate Law Studies 22(1), s. 83–114.
 - 30 Se studien *Proportionality between ownership and control in EU listed companies: External study commissioned by the European Commission*, genomförd av ISS, Sherman & Sterling och ECGI och Adams & Ferreira (2008), *One Share-One Vote – The Empirical Evidence*, Review of Finance 12, s. 51–91. Se även, i huvudsak sedan dess, Fisch & Davidoff Solomon (2019), *The Problem of Sunsets*, Boston University Law Review 99, s. 1057–1094, Gurrea-Martinez (2019), *Theory, Evidence and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate*, Singapore Management University School of Law Research Paper nr. 32, Reddy (2020), *More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on US Dual-Class Stock*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper nr. 20 (som drar slutsatsen "that although dual-class firms are generally valued less than similar one-share, one-vote firms, they perform as well as, and, in many cases, outperform, such firms from the perspective of operating performance and stock returns"), Hossain & Kryzanowski (2019), *A review of the literature on dual-class firms*, Managerial Finance 45(9), s. 1199–1218 (som drar slutsatsen att "[t]he literature arrives at no consensus on the benefits/drawbacks of röstvärdesskillnader), Shen (2016), *The anatomy of dual class share structures: A comparative perspective*, Hong Kong Law Journal 46, s. 477–509, Paccos (2007), *Featuring Control Power*, RILE, s. 757–759, och Rydqvist (1992), *Dual-class shares: a review*, Oxford Review of Economic Policy 1992 8(3), s. 45–57.
 - 31 Se t.ex. Grossman & Hart (1988), *One share-one vote and the market for corporate control*, Journal of Financial Economics 20, s. 175–202.
 - 32 Se Skog (2004), *The European Union's Proposed Takeover Directive, the "Breakthrough" Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock*, European Business Law Review 15(6), s. 294–305.
 - 33 Se till exempel Comment & Schwert (1995), *Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern anti-takeover measures*, Journal of Financial Economics 39(1), s. 3–43, Fields (1999), *Control considerations of newly public firms: The implementation of antitakeover provisions and dual class shares before the IPO*, Working paper, Penn State University, och Amoako-Adu & Smith (2001), *Dual class firms: Capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class*, Journal of Banking & Finance 25, s. 1083–1111.
 - 34 Se t.ex. Mikkelson & Partch (1994), *The consequences of unbundling managers' voting rights and equity claims*, Journal of Corporate Finance 1, s. 175–199, Smart & Zutter (2003), *Control as a motivation for underpricing: a comparison of dual and single-class IPOs*, Journal of Financial Economics 69(1), s. 85–110, och Holmen & Nivorozhkin (2007), *The Impact of Dual Class Shares on Takeover Risk and the Market for Corporate Control*, Applied Financial Economics 17(10), s. 785–804.
 - 35 Jfr Reddy, som konstaterar att "the empirical evidence is inconclusive as to whether takeovers of dual-class firms are in fact less prevalent than OSOV [one share, one vote] firms". Reddy (2020), *More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on US Dual-Class Stock*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper nr. 20, s. 29).
 - 36 Även om andra mått, såsom rabatter (*Tobin's Q*), finansiell utveckling, avkastning på investeringar, och VD-lön också används. Jämför Cronqvist & Nilsson (2003), *Agency Costs of Controlling Minority Shareholders*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 38, s. 695–719, Masulis, Wang & Xie (2009), *Agency problems at dual-class companies*, Journal of Finance 64(4), s. 1697–1727, de Andrade, Bressan & Iquiapaza (2017), *Dual class shares, board of directors' effectiveness and firm's market value: an empirical study*, Journal of Management & Governance 21(4), s. 1053–1092, Cieślak (2018), *Agency conflicts, executive compensation regulations and CEO pay-performance sensitivity: evidence from Sweden*, Journal of Management and Governance 22(3), s. 535–563, och Bauguess (2004), *Recontracting*



- Ownership and Control: The Effects of Differential Voting Rights after Dual Class Recapitalization*, avhandling vid Arizona State University, särskilt s. 88–110 (som hittar "no evidence to support the hypothesis that these [sample] firms adopt a dual class share structure [...] to expropriate wealth from minority shareholders").
- 37 Se Nenova (2003), *The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis*, Journal of Financial Economics 68, s. 325–351.
- 38 Det finns nämligen gott om studier som pekar i motsatt riktning, se Ben-Amar & André (2006), *Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada*, Journal of Business Finance and Accounting 33(3/4), s. 517–543, Cheng, Mpundu & Wan (2020), *Investment efficiency: Dual-class vs. Single-class firms*, Global Finance Journal 45, artikelnummer 100477, Jordan, Liu & Wu (2013), *Corporate payout policy in dual class firms*, Journal of Corporate Finance 26, s. 1–19, och Banerjee & Masulis (2013), *Ownership, Investment and Governance: The Costs and Benefits of Dual Class Shares*, ECGI Finance Working Paper nr. 352, som konstaterar att "dual-class shares can be a solution to agency conflicts rather than a result of agency conflicts" (se vidare nedan).
- 39 Genom sökningen som beskrivits i not 39 har inte några studier som påvisat onormalt negativa resultat påvisats, men däremot flera som visat motsatsen. Jämför Reddy (2020), *More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on US Dual-Class Stock*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper nr. 20, s. 19–22, med samma slutsats, och som utifrån en genomgång av elva av de studier som här refererats konstaterar att de "either showed that dual-class firms outperform matched OSOV [one share, one vote] firms by at least one performance measure, [...] or showed no difference in operating performance between dual-class and OSOV firms".
- 40 Se Nenova (2003), *The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis*, Journal of Financial Economics 68, på s. 345. Se även Doidge (2004), *U.S. cross-listings and the private benefits of control: evidence from dual-class firms*, Journal of Financial Economics 72(3), s. 519–553 (som drar slutsatsen att skillnader i premier minskar när skyddet för minoritetsaktieägare förbättras), och Amoako-Adu, Baulkaran & Smith (2013), *Dual class discount, and the channels of extraction of private benefits*, Advances in Financial Economics 16, s. 165–216 (som konstaterar "that the discount in the value of dual class shares in relation to the value of closely controlled single class company shares is directly related to the channels through which controlling shareholder-managers can extract private benefits").
- 41 Jfr Dimitriov & Jain (2006), *Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns*, Journal of Corporate Finance 12, s. 342–366, och Comment & Schwert (1995), *Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern anti-takeover measures*, Journal of Financial Economics 39(1), s. 3–43.
- 42 Se t.ex. Jensen & Meckling (1976), *Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, Journal of Financial Economics 3(4), s. 305–360.
- 43 Se Gilson & Gordon (2003), *Controlling Controlling Shareholders*, University of Pennsylvania Law Review, 152(2), s. 785–843.
- 44 Se till exempel Anh, Fisch, Patatoukas & Davidoff Solomon (2020), *Synthetic Governance*, ECGI Finance Working Paper nr 693, som "find[s] this debate over corporate governance puzzling".
- 45 Se EU-kommissionens pressmeddelande IP/07/751 den 4 juni 2007.

KOLLEGIET

FÖR SVENSK BOLAGSSTYRNING

Besöksadress: Blasieholmsgatan 4B, 4 tr., Stockholm
Kansli: Nybrokajen 7, 5 tr., Stockholm
Postadress: Box 7354, 103 90 Stockholm
Tfn: +46 8 508 822 75
www.bolagsstyrning.se