Löntagarna och kapitaltillväxten 6

Tillskott av nytt riskkapital från löntagarfonder

Tre expertrapporter från utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten

SOU 1981:78

Löntagarna och kapitaltillväxten 6

Tillskott av nytt riskkapital från löntagarfonder

Löntagarfonders aktieköp via börsen -problem och möjligheter

Röstvärdesdifferenser i svenska börsbolag

Tre expertrapporter från utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten

SOU 1981:78

Statens offentliga utredningar
1981:78
Ekonomidepartementet

Löntagarna och kapitaltillväxten 6

Tillskott av nytt riskkapital från löntagarfonder

av Per Hörnfeldt

Löntagarfonders aktieköp via börsen – problem och möjligheter

av Lennart Låftman

Röstvärdesdifferenser i svenska börsbolag

av Rolf Skog

Tre expertrapporter från utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten

Stockholm 1981

Omslag Håkan Lindström
Jernström Offsettryck AB

ISBN 91-38-06205-4
ISSN 0375-250X

Gotab, Kungälv 1981

Tillskott av nytt riskkapital från löntagarfonder

En studie av faktorer som påverkar nyemissioner i börsnoterade företag

Av Per Hörnfeldt

Författarens förord

Denna rapport, Tillskott av nytt riskkapital från löntagarfonder – en studie av faktorer som påverkar nyemissioner i börsnoterade företag, har utarbetats på uppdrag av Utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten.

Syftet med rapporten är att diskutera hur mycket en ny placerare på aktiemarknaden kan investera utan att mer påtagliga kurseffekter uppstår.

Stockholm i april 1981

Per Hörnfeldt

Innehåll

Inledning

Efterfrågan på riskvilligt kapital i form av nyemissioner från börsnoterade företag förefaller för 1980 att bli den lägsta sedan 1970. Hittills aviserade nyemissioner under 1980 (september/oktober) uppgår endast till knappt 100 mkr. Den siffran skall ställas mot beräkningar över det långsiktiga årliga nyemissionsbehovet gjorda bland annat inom utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten och kapitalvinstkommittén. Dessa beräkningar hamnar i normalalternativen i intervallet 2–4 miljarder kronor årligen. Endast två år under 1970-talet, nämligen 1975 och 1976, har nyemissionsvolymen (uppräknat till 1980 års penningvärde) varit i närheten av dessa beräknade nivåer. Det finns med andra ord skäl att diskutera den för närvarande låga nyemissionsaktiviteten.

Löntagarfonder har diskuterats som ett alternativ för att lösa frågan om näringslivets försörjning av riskvilligt kapital. För att löntagarfonder skall kunna komma in på aktiemarknaden i större omfattning utan svåröverblickbara konsekvenser på exempelvis kursbildningen måste rimligtvis utbudet av aktier (nyemissioner) öka. Det finns därför anledning att beröra nyemissioner som begrepp både för det nyemitterande bolaget och dess aktieägare.

1 Aktiemarknaden

1.1 Funktionssätt

För att belysa aktiemarknadens funktionssätt samt för att belysa sambanden bakom kursbildningen väljer vi att illustrera det hela i form av ett flödesschema, se fig. 1. Kursnivån på aktiemarknaden blir då ytterst en sammanfattning av de köp- och säljintentioner som finns hos nuvarande och potentiella aktörer på marknaden. Ett nyemitterande företag ingår med detta synsätt i gruppen av aktörer på marknaden. Aktieägarnas beteende i form av köp- och säljsignaler är en funktion av vilken avkastning de förväntar sig av en aktieplacering i förhållande till den avkastning alternativa placeringar kan förväntas ge (fig. 1).

Den schematiska framställningen visar hur nyemissionsvolymen är beroende av en rad olika faktorer.

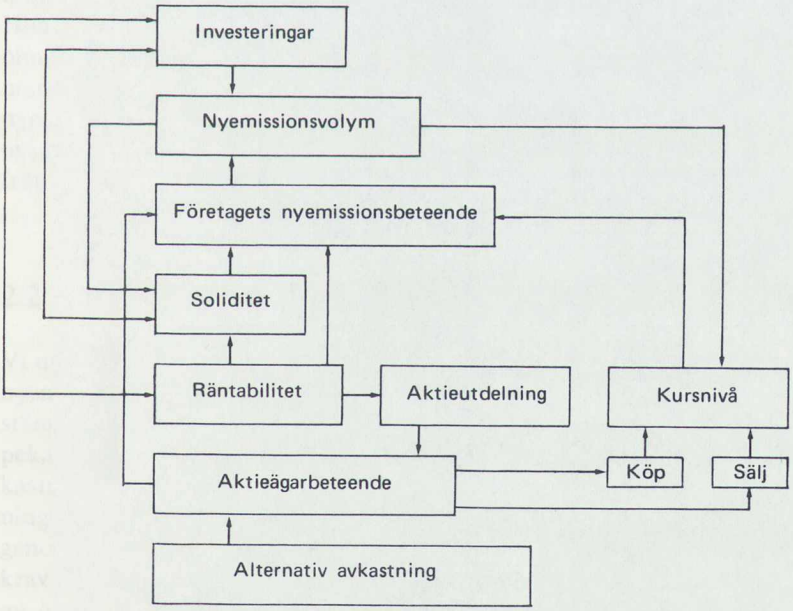

Fig. 1

- Investeringsvolymen, som ett uttryck för planerad expansion eller kontraktion inom företaget.
- Soliditeten, så till vida att företaget gör nyemission av det skälet att det vill öka det egna kapitalets andel av balansomslutningen och därigenom förbättra soliditeten.
- Räntabiliteten, där en hög faktisk och förväntad räntabilitet minskar behovet av externfinansiering via nyemission. En hög förväntad räntabilitet på det inbetalda kapitalet i samband med nyemission innebär att incitamentet att delta i nyemission ökar under förutsättning att risknivån för företaget ej förändras.
- Börskursen, som indikerar för företagsledningen det avkastningskrav som aktiemarknaden ställer på företaget. Har företaget investeringar vilkas förväntade avkastning överstiger detta avkastningskrav och ej den totala risken förändras genom investeringarna så bör de genomföras. Det innebär att det totala marknadsvärdet på företaget kommer att öka mer än det inbetalda beloppet varför emissionen är lönsam för företagets aktieägare.

2 Nyemissioner

2.1 Aktieägarnas överväganden vid nyemission

De aktieägare som väljer att deltaga i en nyemission gör en placering som bedöms som fördelaktig jämfört med andra placeringsalternativ. Genom kurssättningen på aktiemarknaden kommer priset på teckningsrätten och aktier vid nyemissionen att justeras så att de uppfyller marknadens sammanvägda avkastningskrav. Om ett nyemitterande företag kan expandera med minst samma räntabilitet som marknadens avkastningskrav för företag med jämförbar risk, kommer aktiekursen att anpassa sig så att företagets nyemission kan genomföras utan värdenedgång för tidigare aktieägare.

I en nyemission brukar teckningskursen sättas lägre än marknadskursen. Det innebär att nyemissionen består av två delar, dels en fondemissionsdel[1] och dels en nyemissionsdel där nyemission sker till marknadskurs. Det kan visas med att en aktieägare säljer av så många teckningsrätter att likviden räcker till nyteckning på de aktier han har kvar. Han har då inte skjutit till något nytt kapital men har ändå erhållit en ökning av antalet ägda aktier. Eftersom själva teckningen antas ske till marknadskurs finns det inte något i själva teckningsvillkoren som gör nyemission lönsam eller ej för aktieägaren. Det innebär att förslaget till upphävande av förbudet, att nyemittera under pari ej spelar någon roll från aktiemarknadens synpunkt.

2.2 Företagets överväganden vid nyemission

Vi utgår ifrån att ett företags styrelse och dess ledning avgör frågan om nyemission utifrån långsiktiga lönsamhetsöverväganden och i överensstämmelse med aktieägarnas intresse. Det innebär som vi tidigare påpekat att företagsledningen behöver bilda sig en uppfattning om det avkastningskrav som aktiemarknaden ställer på företaget. Företagsledningen bedömer sedan om avkastningen på det kapitaltillskott man får genom nyemissionen kan förväntas överstiga marknadens avkastningskrav. Hänsyn skall också tas till hur totalutfallet för företaget påverkas av ökad finansiering med främmande kapital som möjliggörs genom nyemissionen. Företagets finansiella planering måste alltså samman-

[1] För aktieägarna innebär fondemissionen att de erhåller ett mot sitt tidigare aktieinnehav svarande antal nya aktier utan att behöva betala någon likvid.

knytas med de förväntningar och den kursbildning som förekommer på aktiemarknaden. Kursbildningen kan då uppfattas som det lönsamhetskriterium som företagsledningen har att beakta vid planeringen av företagets verksamhet. Aktiemarknaden skulle troligen uppfatta det som olyckligt om ett företags ledning och styrelse såg nyemission enbart som en fråga om att bibehålla soliditeten. Nyemission är ju i själva verket ettt led i företagets finansiella planering där den förväntade avkastningen bör bestämma om och hur företaget skall expandera och om nyemission i så fall blir lämplig.

3 Aktiemarknadens värdering av börsbolagens eget kapital

Av en förhållandevis enkel aktievärderingsmodell framgår att ett företags eget kapital kommer att värderas till 100 % på aktiemarknaden om förräntningen på detta kapital motsvarar aktiemarknadens avkastningskrav. Aktiekurserna anpassar sig med andra ord så att direkt avkastning plus förväntad utdelningstillväxt motsvarar marknadens avkastningskrav.

Enligt en beräkning som gjorts inom Aktiv Placering AB och som publiceras i S-E Bankens kvartalstidskrift (nr 3/4 – 1980) uppgick det totala börsvärdet vid utgången av 1979 till 38 % av börsbolagens justerade egna kapital, se fig. 2.

Av figuren framgår att marknadens värdering av börsföretagens justerade egna kapital har sjunkit under 1970-talet. Under samma period har alternativavkastningen som i figuren uttrycks i räntan för femåriga reverser stigit. Värderingen av eget kapital steg mellan 1970 och 1971 när reversräntan föll. Det blev en kraftig nedvärdering av eget kapital mellan 1973 och 1974 när reversräntan steg med drygt 2 procentenheter. På samma sätt en ytterligare kraftig nedvärdering mellan 1975 och 1977 när reversräntan gick upp starkt. Mellan 1977 och 1978 steg värderingen av eget kapital i bolagen när reversräntan föll och räntabiliteten var oförändrad. En förklaring till den som det verkar sämre överensstämmelsen i variation mellan räntabilitet och egen kapitalvärdering kan vara aktiemarknadens osäkerhet om den redovisade nominella räntabiliteten vid hög inflationstakt. En annan orsak till samvariationen med reversräntan kan vara att en del "marginella" aktieplaceringar finansieras med lånat kapital och därför är extra känsliga för ränteförändringar. Det är ju också de marginella aktieplaceringarna som i hög grad styr kurserna. Av 90 börsbolag (exkl. banker, försäkringsbolag och investmentbolag) värderas enligt placeringsindikatorn i Affärsvärlden (nr 38 – 1980) endast 27 stycken bolag över sitt substansvärde (justerade egna kapital). Av de 27 bolagen är 11 stycken fastighets- och finansieringsbolag. Inget av börsens större bolag inom verkstadsindustrin värderas till sitt fulla substansvärde. Det justerade egna kapitalet värderas i exempelvis ASEA, SKF och Volvo till 27, 25 respektive 27 %.

Den låga värderingen av eget kapital skapar komplikationer som vi illustrerar med SKF som exempel. Antag att SKF som har en börskurs runt 70 kronor väljer att göra en nyemission med villkoren en ny aktie på fyra gamla till 60 kronor per ny aktie. Företaget har i utgångsläget 18

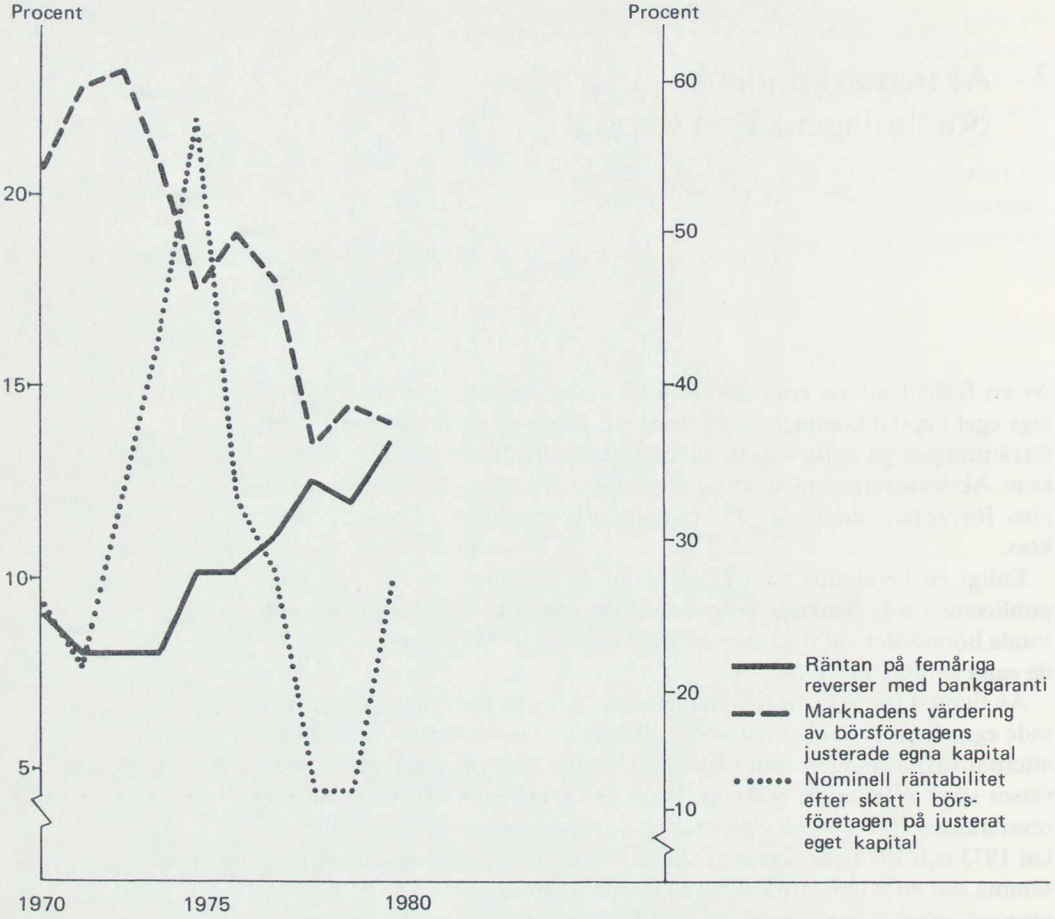

Fig. 2

Källa: Findata och Aktiv Placering AB.

miljoner aktier och utdelningen uppgår till 6 kronor per aktie. Nyemissionen skulle inbringa 270 mkr och öka det justerade egna kapitalet från 5 040 mkr till 5 310 mkr. Om utdelningen bibehålls i kronor per aktie efter emissionen kommer företagets totala utdelningssumma att öka från 108 mkr till 135 mkr. Detta innebär att det egna kapitalet växer med ca 5 % medan utdelningarna växer med 25 %. Utdelningarnas andel av det egna kapitalet växer således, vilket sannolikt hämmar den framtida utdelningstillväxten och påverkar därigenom kursutvecklingen negativt och försvårar framtida nyemissioner. Som vi visade i kapitel 1.1 gäller att ju större investeringsvolym desto större tenderar nyemissionsvolymen att bli. Men det omvända behöver inte nödvändigtvis gälla. Med den kraftiga nedvärdering av börsvärdet som vi för närvarande har tenderar företagen att expandera genom företagsköp i stället för att nyinvestera. Stora Kopparberg planerar att bygga ut tidningspapperskapaciteten i Kvarnsveden med 100 000 årston. Investeringen har kostnadsberäknats till ca 1 miljard kronor. Alternativet för Stora Kopparberg kunde lika gärna vara att förvärva Holmens Bruk med en kapacitet på 1 miljon årston till börsvärdet på Holmen som uppgår till drygt 250 mkr i

mitten av september 1980. Hänsyn måste emellertid även tas till att Stora Kopparberg vid ett eventuellt förvärv även övertar Holmens skulder. Stora Kopparberg skulle på det sättet erhålla ytterligare kapacitet till en betydligt lägre kostnad än vad utbyggnaden i Kvarnsveden är kostnadsberäknad till. Exemplet ger en antydan om hur börsen värderar en "going concern" med såvitt kan bedömas optimal anläggningsstruktur.

4 Förräntning på marginalinvesteringar

Investeringsplaneringen i företagen måste i många fall betraktas som en kontinuerlig beslutsprocess. Det gör att det är svårt att beräkna den marginella avkastning man erhåller på varje enskilt delprojekt. Det innebär i så fall att avkastningen på nyemissionsbeloppet som inbetalas för att finansiera den tillkommande investeringen anpassar sig till avkastningen på den "gamla" substansen. Förräntas den gamla substansen på ett sådant sätt att börskursen överstiger substansvärdet kommer det i detta läge att vara lönsamt för gamla aktieägare att delta i en nyemission. Kan man emellertid urskilja investeringar som man avser att finansiera med nyemission och nyemissionsbeloppet förväntas ge en avkastning som är högre än aktieägarnas avkastningskrav bör investeringarna genomföras även om den "gamla" substansen är nedvärderad på aktiemarknaden.

5 Utbud av nytt riskkapital på aktiemarknaden från löntagarfonder (utan hänsyn till finansieringen av dessa)

När ett företag nyemitterar pressas ofta aktiekursen av olika skäl. Med en väl fungerande aktiemarknad borde detta kursfall ej träffa det emitterande bolaget isolerat utan påverka marknaden i dess helhet. Marknadens förräntningskrav på företagen höjs beroende på att fler investeringar kräver finansiering. Detta är också marknadens huvuduppgift, nämligen att anpassa avkastningskravet till förekomsten av attraktiva investeringsprojekt hos företagen. Ju mer kapital som söker sig till marknaden desto lättare kan företagen öka sitt egna kapital. För att bättre belysa sambandet mellan aktiemarknadens avkastningskrav och räntabiliteten hos företagen samt för att visa effekterna av att aktiemarknaden tillförs ny köpkraft väljer vi att arbeta med en enkel aktievärderingsmodell.[1]

Från modellen kan härledas att det egna kapitalet kommer att värderas till 100 % när räntabiliteten på eget kapital är lika med aktiemarknadens avkastningskrav.

För att försöka fånga upp aktiemarknadens avkastningskrav för 1979 använder vi modellen på följande sätt. Vi sätter eget kapital till 100 och börsvärdet till 38, enligt Aktiv Placerings beräkningar. Utdelningsandelen av vinsten efter skatt är ca 30 % och avkastningen på eget kapi-

[1] Modellen ser ut på följande sätt. $P = \frac{D}{k-g}$

där

P = aktiekursen
D = nuvarande utdelning
k = aktiemarknadens avkastningskrav
g = förväntad utdelningstillväxt

Modellen bygger på antagandet att avkastningskravet och utdelningstillväxten är konstanta för varje år i all framtid. Formeln kan skrivas om på följande sätt;

$$P = \frac{b \cdot (R_E \cdot EK)}{k - [(1-b) \cdot R_E]}$$

där

b = utdelningsandel av vinsten efter skatt
R_E = avkastning på eget kapital efter skatt
EK = eget kapital

Tillväxten i utdelningen, g, bestäms då av andelen kvarhållen vinst samt räntabiliteten på eget kapital.

tal efter skatt uppgår till ca 10 %. Vi löser ut avkastningskravet (k) som blir 14,9 %. Det betyder att avkastningen på eget kapital efter skatt skulle ha behövt uppgå till 14,9 % för att börsvärdet skulle ha varit lika med börsbolagens egna kapital. Avkastningskravet som här approximativt räknas fram bakvägen stämmer förhållandevis väl överens med räntan för en riskfri placering med tillägg för en riskpremie, se fig. 2.

Om vi utgår ifrån att den avkastning som erhålls på ett kapital som inbetalas i samband med nyemission för att finansiera tillkommande investeringar anpassar sig till avkastningen på det "gamla" kapitalet och den avkastningen (R_E) varaktigt understiger aktiemarknadens avkastningskrav (K) så borde all nyemissionsverksamhet på längre sikt upphöra.

Vi antar nu att en ökad nyemissionsverksamhet är önskvärd och betraktar vår modell igen. Det framgår då att gapet mellan räntabiliteten i företagen (R_E) och aktiemarknadens avkastningskrav (K) måste slutas. Räntabiliteten torde vara given genom att flertalet svenska bolag arbetar på en konkurrensutsatt internationell marknad. Avkastningskravet (K) skulle däremot kunna påverkas via skattelagstiftningen. Ett löfte om exempelvis framtida sänkt realisationsvinstskatt på aktier och/eller skärpt skatt på alternativa placeringar skulle sänka marknadens avkastningskrav i en investeringsstimulerande riktning. Att påverka avkastningskravet nedåt kan emellertid vara ytterligt problematiskt bortsett från vad man kan göra skattevägen. Att marknadens avkastningskrav stigit så kraftigt under 1970-talet från 12 % 1970 (ränta på riskfri placering + riskpremie på ca 3 %) till 17–18 % hösten 1980 beror i stor utsträckning på en tilltagande inflationstakt.

Vi gör nu antagandet att löntagarfonder kommer att placera 2 miljarder kronor årligen och att kursnivån i detta fall stiger med ca 20 % beroende på att aktieutbudet vid en given kursnivå avtar.[1] Vi sätter in det nya börsvärdet som alltså har stigit med 20 % till 45,6 % av det egna kapitalet och löser ut avkastningskravet som blir 13,7 %. Det innebär, allt annat lika, att avkastningskravet har minskat från 14,9 % till 13,7 %. Det betyder i sin tur att "lönsamhetströskeln" för investeringar inom företagen minskar i motsvarande mån och incitamentet för nyemissioner ökar vilket i sin tur verkar pressande på kursnivån. Vi beskriver här ett dynamiskt förlopp där hela tiden olika anpassningsmekanismer verkar, vilket innebär att bedömningen får begränsa sig till riktningen av de krafter som verkar utan att bedöma styrkan i krafterna.

Hur stort belopp kan rimligen nyplaceras i aktiemarknaden utan några mer påtagliga kurseffekter? Med mer påtagliga kurseffekter avser vi en avvikelse från den långsiktiga trenden i börskurserna uttryckt exempelvis i Affärsvärldens generalindex. Det förefaller vara en rimlig bedömning att denna volym skulle kunna vara 10–15 % av den faktiska börsomsättningen som den rapporteras från fondkommisionärerna till bankinspektionen. Detta skulle innebära att 500–1 000 mkr skulle kunna nettoplaceras årligen av löntagarfonder utan mer påtagliga kurseffekter vid nuvarande låga nyemissionsvolym, allt annat lika. Vi har alltså i den indikerade nivån ej beaktat exempelvis riktade nyemissioner. Bedömningen tar mer fasta på den relativa börsomsättningen och ägar-

[1] Lennart Låftman redovisar i sin rapport "Löntagarfonders aktieköp via börsen – problem och möjligheter" uppfattningen att löntagarfonder skulle kunna placera ca 1 miljard kronor årligen utan nämnvärda kurseffekter.

strukturen i börsbolagen[1] än på erfarenhet från 4:e AP-fondens verksamhet. AP-fonden har under en snart sjuårig period nettoplacerat cirka 1 200 mkr. Aktiekurserna har under samma period genomsnittligt stigit med ca 3 % årligen. Det har varit en period som vi tidigare visat av kraftigt stigande ränta och generellt sett svag lönsamhet i börsbolagen. Det har alltså funnits krafter som verkat dämpande på aktiemarknaden. Att under sådana omständigheter utvärdera vad AP-fondens inträde på aktiemarknaden haft för kurseffekter ter sig vanskligt.

Vid bedömningen av möjlig placeringsnivå för en ny placerare i marknaden antog vi allt annat lika. Nu kan emellertid detta antagande ifrågasättas. Är det med andra ord rimligt att tro att aktiemarknadens förväntningar förblir oförändrade när löntagarfonder inträder på aktiemarknaden. Ändrande förväntningar kommer i sin tur att påverka aktiemarknadens avkastningskrav i någon riktning.

- Hur kommer vinsttoleransen hos löntagarna att påverkas när löntagarna själva blir aktieägare?
- Hur kommer utdelningspolitiken hos företagen att påverkas när löntagarfondernas inflytande successivt ökar i kraft av ökad ägarandel?
- Hur kommer investeringsnivån och investeringsinriktningen i företagen att påverkas?

Det är alltså en rad frågor som aktiemarknaden kommer att svara på och som kommer att uttryckas i ett förändrat avkastningskrav. Det är fullt möjligt, vilket emellertid ej kan bevisas, att löntagarfondsdebatten i sig påverkat (påverkar) kursnivån. Det skulle i så fall innebära att vissa gamla aktieägare gjort (gör) prognosen, att om löntagarfonder införs kommer det att påverka aktiemarknaden negativt. Man säljer successivt ut sina aktieinnehav vilket pressar kursnivån, vilket därigenom har höjt (höjer) marknadens avkastningskrav. Om sådana utförsäljningar ägt (äger) rum så är de sannolikt utspridda över en längre period för att mildra skattekonsekvenserna. Det blir alltså ingen engångseffekt av stora utbud. Ett sådant beteende skulle i så fall finnas främst hos privatpersoner och mindre institutioner som inte på samma sätt som exempelvis försäkringsbolag kan sägas vara "tvingade"[2] att vara kvar i marknaden. Ett annat fullt tänkbart mönster är att andra aktieägare gör prognosen att löntagarfonder kommer att innebära högre aktiekurser, genom att fondernas köp i marknaden driver upp kursnivån och toleransen för vinster ökar. En del aktieägare som gör den prognosen stannar säkert inte bara kvar i marknaden utan utökar säkert sina aktieinnehav.

[1] Se Låftman L. a. a.

[2] Med tvingade avser vi att försäkringsbolagen inte alltid kan agera fritt i marknaden med hänsyn till bl. a. att börsbolagen kan vara betydande kunder hos dessa. Andra större institutioner kan ha placeringsreglementen som tvingar dem kvar i marknaden. Slutligen kan det finnas institutioner som mer av kontroll och inflytandeskäl stannar kvar i marknaden.

6 Sammanfattning

Vi gör bedömningen att en ny placerare i aktiemarknaden i form av löntagarfonder kan nettoplacera 500–1 000 mkr årligen utan att mer påtagliga kurseffekter uppstår. Vi antar då allt annat lika. Bedömningen grundar sig framför allt på den faktiska börsomsättningen relaterad till det totala börsvärdet samt aktieägarstrukturen i börsbolagen.

För att en större volym än 500–1 000 mkr skall kunna placeras i marknaden utan kursstörningar krävs att utbudet på aktier i form av nyemissioner ökar. Behovet av ökade nyemissioner under 1980-talet är emellertid av många skäl stort, varför det finns anledning att förvänta sig att utbudet av aktier i form av nyemission kommer att öka.

Vi har diskuterat nyemissionsproblematiken generellt och därigenom pekat på faktorer som ligger bakom den för närvarande låga nyemissionsaktiviteten. Bland annat har vi visat på hur nödvändigt det är att gapet mellan aktiemarknadens avkastningskrav och räntabiliteten i företagen sluts. Annars kommer nyemissionsverksamheten på längre sikt att upphöra. Det skull i så fall innebära att aktiemarknaden har spela ut sin roll att försörja näringslivet med riskvilligt kapital.

Löntagarfonders aktieköp via börsen – problem och möjligheter

Av Lennart Låftman

Författarens förord

Denna rapport, Löntagarfonders aktieköp via börsen – problem och möjligheter, har utarbetats på uppdrag av Utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten.

Reaktionerna på aktiemarknaden vid införande av löntagarfonder är svåra att beskriva på ett rättvisande sätt eftersom data är mycket ofullständiga om börsomsättning före 1980 års ingång, då skärpt registreringsskyldighet av börsaffärer infördes, och om ägarförhållanden före 1970-talet, då flertalet börsföretags successivt anslöt sig till VPC-systemet. Dessutom har vid rapportens utarbetande inte varit känt hur eventuella löntagarfonder skulle utformas.

Konsekvensen för denna rapport är att avsnitten 3.3 och 3.4 mer grundar sig på allmän erfarenhet än på mätbara data. Avsnitt 4 slutligen har karaktären att påvisa ett par hypotetiska lösningslinjer snarare än att beskriva aktuella eller framtida förhållanden på aktiemarknaden.

Rapporten har utarbetats i mycket nära samarbete med min kollega Ragnar Boman som givit mig värdefull inspiration och synpunkter samt direkt svarat för avsnitten 2 och 3.1.

Stockholm i oktober 1980

Lennart Låftman

Innehåll

1 Inledning och sammanfattning

I tidigare skisser av hur löntagarfonder skulle fungera har man antagit att de skulle erhålla aktier i företagen antingen genom obligatoriska riktade emissioner eller via köp på marknaden. I det förra fallet har kritiken främst inneburit att ett sådant tillvägagångssätt skulle innehålla konfiskatoriska och tvångsmässiga inslag, i det senare att löntagarfonderna då inte skulle avvika alltför mycket från vilken aktiesparfond som helst. Någon klar distinktion mellan ägandet i sig och det inflytande det skulle ge har sällan gjorts i debatten.

Behovet av mellanformer mellan de två extremerna enligt ovan har därmed uppstått. Det synes inte heller omöjligt att skapa sådana. Kritiken mot de riktade emissionerna har nämligen främst riktats mot *tvånget* för de "gamla" ägarna[1] att släppa in en ny ägargrupp – de anställda – i företagen medan själva tanken att löntagarna kommer in på "etablerade villkor" ej tycks möta någon större kritik. Och å andra sidan har kravet på de riktade emissionerna, dvs. sättet att bli ägare, varit klart underordnat kravet att inte kunna utestängas från *inflytande baserat på ägande.*

Frågan hur löntagarfondernas placeringar i aktier finansieras lämnas utan avseende i denna rapport. Här förutsätts att fonderna redan disponerar över medel som de vill placera som riskvilligt kapital i näringslivet.

Börsföretagen och deras dotterbolag utgör med få undantag den i löntagarfondssammanhang mest intressanta delen av näringslivet och detta i all synnerhet om man ser utvecklingen under en längre tidsperiod. Det finns en stark tendens till att starka och växande fåmansbolag antingen blir börsnoterade eller köps upp av börsnoterade företag. I denna rapport lämnas endast några få kommentarer till familjeföretag. De utlandsägda företagen lämnas helt utanför därför att det i dessa inte torde finnas någon möjlighet att vinna inträde utan obligatorisk lagstiftning. Mer som ett tankeexperiment skulle man dock kunna tänka sig köp av aktier i de utländska moderbolagen.

I börsföretagen utövas ägarnas inflytande nästan enbart genom valet av styrelser. Styrelsens inflytande varierar och tar sig uttryck främst i de krav den ställer på den verkställande ledningen[2] av typ lönsamhetsnivå, finansiella lösningar (investeringsnivå och avvecklingar) och de frågor den kan ställa inför verkställande ledningens förslag. Härvid kan styrelser verka bromsande eller pådrivande; det är dock sällan ledamöterna själva kan bygga upp alternativ till verkställande ledningens förslag.

[1] Med "gamla" aktieägare avses i det följande sådana aktieägare som äger aktier på "traditionella" villkor i ett system med löntagarfonder. Begreppet inkluderar därmed även sådana aktieägare som köpt sina aktier efter det att ett löntagarfondssystem införts.

[2] I denna inkluderas här s. k. arbetande styrelseledamöter.

Därtill har styrelsen ansvaret för att avskeda och tillsätta verkställande direktör.

Ofta tillsätts styrelseledamöterna på förslag av den tidigare styrelsen. Större, orepresenterade aktieägargrupper kan kräva representation och har ofta fått det i synnerhet om den bakomliggande maktgrupperingen är stark. I relativt få börsbolag (och i synnerhet i få av de stora) har en etablerad, sammanhållen ägargrupp kontroll över majoriteten av *aktierna* (däremot inte sällan trots detta "kontroll över inflytandet"). I många börsbolag har största grupperingen kontroll över mindre än en fjärdedel av aktierna.

På aktiebörsen omsätts varierande andel av företagens aktiekapital varje år. Före 1980 års början finns inte tillförlitlig statistik men för de större företagen finns det anledning att tro att omsättningen normalt rör sig om fem à tio procent av aktiekapitalet per år. Tidvis skjuter andelen i höjden, t. ex. ofta vid lönsamhetskriser i företag med stort antal aktieägare. För en köpare som är villig betala ett pris över börskurs finns normalt större andelar tillgängliga.

Principiellt sett medför ett tillskott av kapital på köparsidan ett högre pris på aktierna om alla andra faktorer hålls oförändrade. Det finns dock skäl att tro att ett "måttligt" tillskott på någon miljard årligen från eventuella löntagarfonder som köpare på aktiemarknaden inte skulle medföra någon väsentlig och påvisbar höjning av kursnivån. Detta av tre skäl:

Högre kurser (i synnerhet i kombination med bättre vinstutsikter) lockar fram större nyemissioner och därmed utbud av aktier. Det finns också ett löpande utbud av aktier från arvsskiften och från ägare som vill frigöra kapital för konsumtion eller andra ändamål (även önskan att omplacera ökar tillgängligheten). Slutligen finns en automatisk broms mot kursuppgångar när alternativa placeringar ger bättre avkastning än aktier (en akties kurs kan inte stiga högre än att dess förväntade avkastning för placerarna efter skatt är minst lika hög som den placerarna får på minst lika säker alternativ placering i t. ex. statsobligationer).

Så länge eventuella löntagarfonder köper aktier i mindre skala skulle gamla aktieägare inte kunna hejda köpen. På aktiebörsen är köpare och säljare anonyma och så länge marknaden finns kvar och omsättning sker kan den högstbjudande få tag i aktier. Någon ideologisk solidaritet mellan de gamla aktieägarna finns ej heller annat än i ord.

Däremot skulle grupperingar av gamla aktieägare och/eller företagsledningar kunna försöka hejda löntagarfondernas inflytande i företagens styrelser genom blockbildningar, fullmaktsinsamlingar etc. Motivationen att vidta motåtgärder blir mycket avhängig av vilken linje löntagarfondernas representanter väljer att driva vad gäller för de gamla aktieägarna väsentliga områden typ inställningen till lönsamhetsmål, utdelningspolitik etc.

Generellt gäller att företag i alla kategorier i ett längre tidsperspektiv hamnar i situationer då kapitaltillskott krävs eller inordning i större sammanhang är nödvändigt (s. k. strukturrationalisering). Ju snabbare ett företag växer desto större är sannolikheten. Tillgängligheten på aktier är i sådana faser större än vanligt på grund av behovet att skaffa

mer riskbärande kapital och på grund av utbud av aktier från de mer riskovilliga av de äldre aktieägarna. Kooperativa och utlandsägda företag är inte undantagna från dessa mekanismer, däremot möjligen i viss mån statligt ägda.

Härutöver kan följande mer specifika synpunkter läggas på åtkomligheten av främst de börsnoterade företagens aktier.

De normala konjunkturcyklernas inverkan på kurssättningen på aktiebörsen gör att det finns perioder med utbudsöverskott av aktier vid given kursnivå. Med ett långsiktigt tidsperspektiv och så länge kontinuerlig handel föreligger i ett företags aktier kan en aktieköpare under en sådan period suga upp väsentliga andelar av de börsnoterade företagens aktiekapital utan att påvisbara kurshöjningseffekter uppstår.[1]

De gamla aktieägarna och de av dem utsedda verkställande ledningarna kan knappast väntas vara villiga att satsa på ett generellt motstånd mot löntagarfonders köp av aktier i deras företag. Däremot sätter de sig hårt emot allt som tyder på beslutsförlamning, byråkratisering, minskad lönsamhetsorientering och försämrade möjligheter att ge aktieägarna avkastning. Med undantag möjligen för den sistnämnda faktorn förutsätts här löntagarfondernas styrelser dela de gamla aktieägarnas och företagsledningarnas åsikter i dessa avseenden. Möjligheter för förhandlingslösningar borde därför föreligga.

Löntagarfonderna kan erbjuda "friskt" ägarkapital, något som blivit en "bristvara". Denna tillgång gör löntagarfonderna attraktiva i främst företagsledningarnas ögon.

Det förefaller troligt att lösningar på eventuella "åtkomstproblem" underlättas om löntagarfonderna kan använda befintliga regelsystem och placeringsformer på kapitalmarknaden och i företagen. För situationer där parter med motstridiga intressen vill eller måste samarbeta finns väl utvecklade regler för förhandlingar och avtal att anknyta till. Detta skulle kunna innebära att löntagarfonderna, när de placerar kapital i ett företag, genom avtal med företagen och/eller de "gamla" ägarna, överenskommer om vilka villkor som skall gälla för viktiga områden som t. ex. lönsamhetsinriktning, utdelningspolitik, investeringspolitik eller val av styrelseledamöter.

Det förefaller troligt att löntagarfonder kommer att föredra att placera sina medel vid kapitalökningar i företagen framför att köpa aktier av "gamla" ägare, där kapitalet inte kommer företaget till godo. Därför kan det finnas anledning att i löntagarfondssammanhang fundera över om nyteckningar skall pressas fram med någon form av tvingande regler. Genom nyteckningar ökar utbudet av aktier och i motsvarande mån minskar de s. k. åtkomstproblemen.[2]

Kritiken mot tvångsmässiga förvärv genom emissioner har riktats mot riskerna för konfiskatoriska inslag. Dessa skulle kunna elimineras om nuvarande regler för "gamla" aktieägares företrädesrätt vid nyteckningar bibehölls. Kurshöjningsriskerna skulle med tanke på att det rör sig om nyemitterade aktier vara obetydliga jämfört med köp på aktiebörsen.

Om löntagarfonderna fick rätt att kräva nyteckningar i individuella företag men de "gamla" aktieägarna bibehöll sin företrädesrätt skulle

[1] Begreppet kurshöjning är svåranvändbart i dessa sammanhang. Om exempelvis löntagarfondernas köp sker i en vikande marknad, kan de förvärva sina aktier till lägre kurser än som rått under tidigare period. Således kan man säga att deras köp inte höjt kurserna. Samtidigt kan deras köp med stor sannolikhet komma att dämpa kursfallet så att kurserna på marknaden blir *högre än de annars skulle ha varit.* I den bemärkelsen har alltså en (teoretisk) kurshöjning skett.

[2] Även köp av aktier från "gamla" ägare kommer dock delvis börsföretagen som helhet till godo, nämligen när säljaren använder de vid försäljningen frigjorda medlen till att teckna nya aktier. Förekomsten av en "sekundärmarknad" är dessutom en förutsättning för att huvuddelen av aktieköparna över huvud taget skall finna det attraktivt att teckna nya aktier.

möjligheter finnas att nå just de företag som av olika skäl kan vara intressanta för löntagarfonderna samtidigt som en nära anknytning till befintliga regler för kapitaltillskott till företagen och formerna för ägandet till dem kunde nås.

2 Näringslivets omfattning och fördelning på företagskategorier vad gäller löntagarfondsaktuella[1]

Det svenska näringslivet består av knappt 5 000 företag med mer än 50 anställda. Deras fördelning år 1977 på ägarkategorier framgår av följande sammanställning gjord av Hans Edenhammar på basis av SCB:s finansstatistik:

[1] Detta avsnitt har sammanställts av Ragnar Boman.

Miljarder kr	B[b]	P	U	Pk	Kk[a]	S	K	Summa
Omsättning	146,1	118,2	45,9	45,9	35,6	37,3	14,7	–
Förädlingsvärde	51,9	33,0	9,9	6,8	7,0	10,3	4,8	123,7
Resultat före disp. o. skatt	1,5	2,3	0,8	–0,1	0,2	– 1,1	0,3	3,9
(Dito i % av förädl. värde)	(3)	(7)	(8)	(1,5)	(3)	(–11)	(6)	(3)
Balansomslutn.	182,5	84,6	30,5	26,2	23,0	58,4	56,9	462,1
Justerat eget kapital	47,7	16,0	7,1	3,9	3,3	11,6	2,3	91,9
Soliditet på balansomslutn.	26 %	19 %	23 %	15 %	14 %	20 %	4 %	19,9 %
Räntabilitet före skatt på justerat eget kapital	3 %	14 %	11 %	–3 %	6 %	–9,5 %	13 %	(–)
Antal företag	621	2 278	357	154	69[a]	341	1 063	4 883
Antal anställda, 1 000-tal	546	367	93	79	84	118	42	1 329

[a] Konsumtionsföreningarna har betraktats som ett företag.

[b] B = Börsföretag (inkl. dotter- och dotterdotterbolag etc. till sådana)
P = "Fåpersonägda företag"
U = Utlandsägda företag
Pk = Producentkooperativa företag
Kk = Konsumentkooperativa företag
S = Statliga företag
K = Kommunala företag

Antalet företag omfattar såväl moder- som dotterbolag i Sverige inom varje grupp. Antalet på Stockholms Fondbörs, inkl. Fondhandlarlistan, noterade bolag utgör 99 handels- och industriföretag (inkl. 16 investmentbolag med stor industrirörelse), 14 bank- och finansföretag, samt 23 aktie- och fastighetsförvaltande bolag.

Från åtkomstsynpunkt får de statliga och kommunala företagen betraktas som uteslutna. Även de kooperativa företag som drivs som ekonomiska föreningar har mer eller mindre självklart ansetts ej böra ingå vad gäller löntagarfonders ägande av företagen. Kooperativa företag som drivs i aktiebolagsform kan antingen undantas eller behandlas enligt samma regler som privata, "fåpersonägda" aktiebolag.

Utlandsägda svenska aktiebolag kan rent tekniskt behandlas som privata, "fåpersonägda" aktiebolag men flera skäl talar för att detta blir omöjligt. Utlandsbolagen ingår ofta som hårt integrerade delar i internationella koncerner. De kan då ofta inte fungera som självständiga bolag (gäller t. ex. försäljningsbolag men också tillverkningsbolag som tillverkar en mindre del i komplexa system t. ex. IBM:s tillverkning i Sveri-

Företagsköp i Sverige 1977–1978 (företag med > 50 anställda)

Köparkategori	Antal köpta företag		Antal anställda i köpta företag	
	1977	1978	1977	1978
Löntagarfondsaktuella företag				
Börsföretag[c]	38	34	7 492	18 725
Övriga företag[a]	57	62[b]	10 150	8 878[b]
Summa	95	96[b]	17 642	27 603[b]
Ej löntagarfondsaktuella företag				
Producent-kooperativa	5	8	2 446	3 625
Statliga	10	6	3 949	2 169
Kommunala	3	5	428	1 071
Konsument-kooperativa	2	1	2 182	56
Summa	20	20	9 005	6 921
Totalsumma	115	116[b]	26 647	34 524[b]

[a] Fåmansföretag, utlandsägda företag.
[b] Exkl. bildandet av Svenskt Stål SSAB.
[c] För uppgift om säljare 1978, se nästa tabell.

Börsföretags företagsförvärv 1978 från olika säljarkategorier (gäller köpta företag med > 50 anställda)

Säljarkategori	Antal köpta företag	Antal anställda
Andra börsföretag	8	12 644
Statliga företag	2	572
Övriga företag[a]	24	5 509
Summa	34	18 725

[a] Fåmansföretag, utlandsägda företag.

Källa: Fusioner inom svenskt näringsliv 1977 resp. 1978, SPK.

ge). Från åtkomlighetssynpunkt kan de utlandsägda bolagen betraktas som oåtkomliga om inte starkt tvingande regler införs varvid effekten sannolikt blir att flera av dem successivt avvecklar sin verksamhet i Sverige och ersätter den med agenter eller filialer.

Kvar som centrala i löntagarfondssammanhang står de privatägda aktiebolagen, dels börsnoterade, dels fåpersonägda. Sammantaget svarar de för närmare 70 procent av företagens totala förädlingsvärde och lika mycket av deras sysselsättning.

Förhållandena inom näringslivet ändras undan för undan. Det gäller bl. a. fördelningen av företag och sysselsättning mellan de huvudgrupper som vi har kallat "löntagarfondsaktuella företag" resp. "ej löntagarfondsaktuella företag". Inom den förstnämnda kategorin sker successivt förskjutningar mellan olika företagstyper genom bl. a. företagsköp och börsintroduktioner.

Här nedan presenteras dels de börsintroducerade f. d. fåmansföretagen under åren 1970–1979, dels statistik som belyser företagsköp 1977–1978 (efter bearbetning av årsrapporter från SPK – Statens Pris- och Kartellnämnd).

Nyregistrerade f. d. fåmansägda bolag på börsens A-lista och fondhandlarlista 1970–1979

1970: Hevea, Perstorp
1971: Export-Invest, Sonesson
1972: Alcro, Diligentia, Euroclimate
1973: Iro, Sandblom & Stohne, Tornet, Weibull
1974: Bröderna Edstrand, Eldon, Fogelfors, Gorthon Invest, Hennes & Mauritz, Kockums Jernverk
1975: Barkman
1976: Bergman & Beving, Eken, Fagerhult, Independent Leasing, Jacobson & Widmark, Opus, Saléninvest, Wigral
1977: Grafoprint, Skrinet
1978: Forsen, Pilen
1979: Bonnier & Bonnier Finans, Fabege, Faluhus, Scansped, Sporrong

3 Börsföretagen

3.1 Åtkomstmöjligheterna[1]

Möjligheterna för en ny ägarkategori, t. ex. löntagarfonder, att uppnå aktieinnehav och inflytande i börsföretagen kan beskrivas på flera olika sätt. Nedan presenteras två infallsvinklar.

Som indikation på storleken av den aktiemängd som kan köpas via börsen har vi valt den andel av aktiekapitalet som innehas av de 20 största ägarna i resp. bolag (enligt aktieboken hösten 1979). De 15 börsbolag, där denna ägarandel är lägst resp. högst, har förtecknats i de följande tabellerna med vissa kompletterande uppgifter om sysselsättning i Sverige 1977, totalt börsvärde i december 1979 och andel av aktiekapitalet för den enskilda största aktieägaren.

Siffrorna bör tolkas på följande sätt: Andelen 95 procent för de 20 största aktieägarna i Kockums Jernverk innebär att endast 5 procent av aktiekapitalet inte ligger på fasta händer. För Uddeholm ligger 20 procent hos de största ägarna medan alltså 80 procent finns utanför denna krets.

I praktiken fordras dock en närmare granskning av resp. bolags största aktieägare, innan man kan avgöra hur stora aktieposter som kan förvärvas av t. ex. en löntagarfond. I många börsbolag utgörs flertalet stora ägare av sådana s. k. institutionella aktieägare (investmentbolag, försäkringsbolag m. fl.) som i stort sett endast styrs av lönsamhetshänsyn och som saknar långsiktiga kontrollambitioner. I dessa fall kan troligen betydande aktieposter förvärvas till ett pris som ligger nära rådande börskurs.

Därefter ges en mycket översiktlig bild av börsbolagens tyngsta enskilda aktieägare, här mätt efter andel av det totala röstvärdet, (med för varje bolag varierande grad av faktiskt inflytande på bolagsstämman och i styrelsearbetet). Som framgår av denna tabell är den största aktieägaren i 66 av de 124 studerande börsföretagen ett annat börsbolag. I 53 av dessa 66 bolag är denna tyngsta aktieägare ett investmentbolag e. dyl. Denna grupp av mycket inflytelserika börsföretag kan alltså tänkas vara strategiska mål för aktieköpare som vill nå inflytande (direkt och indirekt) över så många börsföretag som möjligt (här mäts alltså inflytandet i *antal* företag).

Röstandelen för den största ägaren i vart och ett av dessa 11 strategiskt viktiga bolag anger slutligen vilket "inflytandeutrymme" som en kontrollerande ägargrupp kan tänkas nå genom aktieköp.

[1] Detta avsnitt har sammanställts av Ragnar Boman.

15 börsföretag med lägsta ägarspridning hösten 1979

Bolag	Största ägarens andel av aktiekapitalet (%)	20 största ägarnas andel av aktiekapitalet (%)	Börsvärde dec. 1979, milj. kr.	Koncernens ant. anst. i Sverige 1977
Kockums Jernverk	82	95	35	910
Saléninvest	77	90	169	2 886
Barkman	54	89	64	114
Sydkraft	26	89	1 022	2 604
Sonesson	59	88	94	1 201
Fagerhult	43	86	49	514
Transatlantic	63	85	49	1 536
Eldon	21	84	62	1 209
Edstrand	59	84	122	719
Grafoprint	78	84	139	1 691
Faluhus	58	82	19	128
Opus	56	82	172	96
Marabou	45	81	83	1 860
Bahco	51	81	111	2 854
Ratos	37	81	453	4 542
Summa	–	–	2 643	22 864
Andel av totalen för alla börsföretag			5,5 %	4,2 %

Rangordnade i fallande storleksordning efter de 20 största ägarnas andel.

15 börsföretag med största ägarspridning hösten 1979

Bolag	Största ägarens andel av aktiekapitalet (%)	20 största ägarnas andel av aktiekapitalet (%)	Börsvärde dec. 1979, milj. kr.	Koncernens ant. anst. i Sverige 1977
Uddeholm	6	20	387	11 221
Gränges[a]	4	26	508	14 241
Säfveån	6	27	165	1 721
Volvo	5	27	1 525	42 105
Jämtlands Folkbank	7	28	32	77
Sv. Handelsbanken	5	30	1 626	5 392
Sundsvallsbanken	7	31	200	602
Custos	5	31	756	826
Asea	5	32	1 339	33 322
Swedish Match[b]	6	34	655	9 179
Alfa-Laval	6	35	1 008	7 023
SE-Banken	8	36	1 779	7 352
L M Ericsson	5	36	2 222	25 862
Wermlandsbanken	10	37	75	581
Skåne-Gripen[c]	12	38	51	–
Summa	–	–	12 328	159 504
Andel av totalen för alla börsföretag			25,5 %	29 %

[a] Kommer att köpas av Electrolux.
[b] F. d. Tändsticksbolaget.
[c] F. d. Kockums AB.

Källor: Kolumn 1 och 2 aktieböcker från VPC samt egna bearbetningar, kolumn 3 FINDATA, kolumn 4 SCB Koncernregistret (CFR).

Vilken kategori tillhör den största ägaren[a] i börsbolagen?

Kategori	Största ägare[a] i antal börsbolag
Börsföretag	66
Familj	34
Fåmansbolag	8
Stiftelser	7
Försäkringsbolag	3
AP-fonden	2
Utlandsbolag	2
Kommuner	2
Jordbrukskooperationen	1
Summa antal börsbolag	125

Strategiskt viktiga börsbolag

Bolag	Störst i ant. börsb.[a]	Bolagets egen största ägare[a]	D:o andel[a] %	Aktier med graderad rösträtt
Beijerinvest	9	Person	12	Ja
Industrivärden	8	Bankstiftelser	18	–
Custos	7	Förs.bolag	5	Ja
Investor	7	Familjestift.	25	–
Asea	4	Börsbolag	5	–
Providentia	4	Familjestift.	20	–
Kinnevik	3	Familj	31	–
Opus	3	Börsbolag	56	–
Företagsfinans	2	–"–	11	Ja
Carnegie	2	–"–	36	–
Asken	2	–"–	10	Ja
Ratos	2	Familj	40	Ja
Summa	53			

[a] Enligt röstvärde.

Källa: Aktieböcker från VPC och egna bearbetningar.

3.2 Ägarinflytandets karaktär i dag

All diskussion om inflytande konkretiseras genom diskussion om vad man vill ha inflytande över. En generell regel är att ju högre upp i organisationerna man går desto svårare är det att skaffa sig inflytande över detaljer och konkreta förhållanden. Däremot ökar möjligheten att formulera "policies" och riktlinjer för organisationens mål och verksamhet. Dessas genomslagskraft grundar sig dels på hur allmänt accepterade i organisationen de är[1] och dels på hur väl anpassade de är till de konkreta val och åtgärder organisationen skall fatta beslut om.

Inflytande i bemärkelsen genomförda åtgärder grundar sig på flera olika funktioner: Initiativtagande, utredande (om hur bra förslaget är eller av alternativen), formellt beslut och genomförande. Först om man kontrollerar alla fyra funktionerna har man skaffat sig ett effektivt inflytande.

[1] Större kursändringar i storföretagen föregås därför ofta av chefsbyte. Den nya chefen tvingas sedan ofta byta ett antal befattningar under sig för att bryta upp tidigare riktlinjer för hur företaget skall fungera. Detta behöver ingalunda innebära att de ersatta befattningshavarna skulle vara inkompetenta; endast att de har en i förhållande till nye chefen "felaktig" indoktrinering.

I företag ägda av en eller ett fåtal personer är ofta flera av de nämnda funktionerna samlade hos ägarna. Ju större företaget vuxit och ju mer spritt ägandet till det blir desto mer övergår delar av funktionerna till anställda funktionärer inordnade i olika former av hierarkier. Ett sammanhållande ideologiskt, "likriktande" eller koordinerande filter utgörs av vinstprincipen: Man skall söka lösningar som ökar resultatet, man skall föredra en mer lönsam lösning framför en mindre.[1]

I börsföretagen – med undantag för ett fåtal nyligen introducerade där en tidigare ägargrupp fortfarande behåller en väsentlig del av aktiekapitalet och/eller rösträtten – utövas inflytandet nästan enbart genom valet av styrelseledamöter.

Styrelsens inflytande varierar starkt mellan olika bolag. Viktiga faktorer för dess tyngd och möjligheter att påverka företagets utveckling och inriktning är traditionen i företaget, samt styrelseledamöternas relativa erfarenhet på för företaget viktiga områden jämfört med den verkställande ledningens.

Generellt gäller dock att med få undantag kan styrelserna själva inte bygga upp alternativ till verkställande ledningens förslag. De kan å andra sidan ställa krav på att "något skall hända" i en viss riktning och de kan ställa upp gränser och regler för under vilka förutsättningar ett förslag från ledningen skall accepteras.[2] Styrelsen kan också verka bromsande eller pådrivande främst genom det sätt den granskar och infordrar kompletteringar av verkställande ledningens förslag.

Vad gäller utdelningen och ökningar av aktiekapitalet liksom andra övergripande finansiella transaktioner har ofta styrelsen ett mer direkt inflytande.

Styrelseledamöterna tillsätts ofta på förslag av den tidigare styrelsen (undantag: när något riktigt allvarligt hänt i företaget). Informella kontakter med större aktieägare är då vanliga. Större, orepresenterade aktieägargrupper kan kräva representation och har ofta fått det om den bakomliggande maktgrupperingen är stark.[3]

Ett väsentligt starkare inflytande i de större börsbolagen i frågor som påverkar t. ex. de anställda utövas i själva verket av företagsledningen. Styrelserna har då reducerats till en kontrollinstans som sätter gränserna för företagsledningen samt – vilket fortfarande är mycket viktigt – tar initiativet till av- och tillsättning av verkställande direktör.

3.3 Kursdrivande effekter

Teoretiskt orsakar en ökad efterfrågan på aktier stigande kurser om alla andra faktorer är oförändrade. Praktiskt ger ökad efterfrågan på aktier också ett ökat utbud på aktier dels från gamla aktieägare som söker sig till andra, mer lönsamma investeringar (i aktier eller i andra tillgångar), dels i form av nyemitterade aktier i företag som behöver förstärka sitt egna kapital (för att klara av expansion i form av investeringar eller ökat kapitalbehov).

[1] Detta utgör ett viktigt hinder mot att introducera mål av otraditionellt slag i företag som tidigare haft vinstmål. Det räcker inte bara med att sätta upp ett annat huvudmål; detta måste sedan brytas ned i en mängd nya riktlinjer som skall ersätta beslutsregler som tidigare varit helt naturliga och ibland kanske tillämpats helt oreflekterat. Fastlagda eller hävdvunna metoder att bedöma alternativ och att fatta beslut har en styrande inverkan på beslutens innehåll.

[2] Vanligt är här att lönsamhets-, soliditets- och likviditetsmål sätts upp av styrelsen.

[3] Både Sveriges Aktiesparares Riksförbund och Fjärde AP-fonden har ställt krav på representation. För Fjärde AP-fonden har det varit väsentligt lättare att få kravet uppfyllt.

Relativt säkert går dock att fastslå att om löntagarfonder köper aktier på marknaden (vilket kan ske på aktiebörsen eller direkt från de gamla aktieägarna[1]) bör detta medföra högre kurser än i ett fall där inga aktier köps på marknaden utan i stället förvärvas genom t. ex. riktade emissioner.

Frågan är nu hur stor denna kursuppdrivningseffekt är och hur den i övrigt bör bedömas.

Fjärde AP-fonden har under perioden 1974 fram till halvårsskiftet 1979 förvärvat aktier för 1 079 milj. kr utan att någon påvisbar kurshöjning kunnat registeras. De nya skattefonderna har köpt aktier för 157 milj. kr fram till utgången av 1979 utan påvisbara effekter på marknaden.

Totalt omsattes i medeltal per år 5 248 milj. kr i aktier under perioden 1973–1977[2]. Nyteckningarna har under samma femårsperiod utgjort 564 milj. kr per år i medeltal. Ehuru det inte kan bevisas är vår bedömning att ett nytillskott av placeringskapital på en miljard årligen skulle kunna placeras på marknaden utan att man skulle kunna påvisa kursstegringseffekter. Detta utesluter dock inte att kurserna därmed skulle bli högre än de annars skulle ha blivit utan enbart att kurseffekten inte skulle bli markant, och att den inte skulle kunna visas bero på löntagarfondernas köp.

Vid ökad tillgång på kapital från källor med lägre krav[3] än från nu befintliga kapitalkällor ökar benägenheten hos företagen att göra nyteckningar. Denna effekt kan väntas bli större desto sämre företagets siuation är (eftersom det då inte kan övertyga den traditionella marknaden att satsa mer pengar). Genom att garantera att emissioner blir fulltecknade[4] eller avstå från sådan garanti kan löntagarfonder utöva ett inflytande av strategisk natur över främst utbyggnadsplaner och lösningar vid krissituationer. Om ökade nyteckningar blir en följd av löntagarfondernas agerande innebär denna effekt i sig att den kursuppdrivande effekten av fondernas köp motverkas.

Det kan här också vara intressant att jämföra med LO-SAP-förslagets regler om obligatoriska emissioner vilka allmänt ansågs skulle ske genom avräkning till aktiernas substansvärde.[5] Våren 1980 är detta substansvärde för två tredjedelar av börsföretagen minst 10 procent högre än börskursen.

Även med en ordentlig kursuppdrivningseffekt genom fondernas agerande är det klart att fondernas aktieköp på marknaden under en lång initialperiod blir billigare än genom LO/SAP-förslagets tänkta riktade emissioner.[6]

Beroende på faktorer som konjunkturläge, lönsamhet i näringslivet, kreditmarknadsläge etc. varierar börskurserna normalt väsentligt. Skillnaderna mellan högsta och lägsta kursläge under 18 månader 1975–1976 uppgick t. ex. till 50 procent, för 18 månader 1976–1977 till 30 procent.

Om man accepterar de förmögenhetsförändringar som genereras av dessa "naturliga" kursförändringar finns goda möjligheter att dölja ef-

[1] Köp av börsnoterade aktier sker antingen genom att order inlämnas till fondmäklare som från och med ingången av 1980 då måste notera avslut på Stockholms Fondbörs eller genom att köparen försöker hitta säljare av de efterfrågade aktierna till det önskade priset för att göra upp affären direkt med honom.

[2] Baserat på fondkommissionärernas betalning av stämpelskatt. En stor del av denna avser för tiden före 1980 omsättning av aktier utanför den av Stockholms Fondbörs registrerade volymen och någon del avser förmedling av ej börsnoterade aktier.

[3] De lägre kraven kan avse att *lägre avkastning högre* risk eller avkastning *längre fram* i tiden accepteras.

[4] AP-fonden har utövat sådant inflytande t. ex. vid Volvos riktade hundra miljoner kronors emission, vid Fagerstas och Trelleborgs nyteckningar på marknaden 1976.

[5] Substansvärdet utgör det totala egna kapital som arbetar i företaget utslaget per aktie. Vid låg förräntning av substansvärdet jämfört med räntan på alternativa placeringar blir börsvärdet ofta lägre än substansvärdet.

[6] I t. ex. Asea utgör hösten 1980 börskursen 30 procent av substansvärdet, i Volvo 40 procent, i Atlas Copco 65 procent, i Cementgjuteriet 130 procent och i Astra 200 procent.

fekterna av löntagarfondernas köp inom de naturliga variationerna genom att köpa under perioder då börsen är nedåtriktad.[1]

Vår slutsats är att under förutsättning att

a. köpen utsträcks över längre tidsperiod
b. köpen inte sker mekaniskt med t. ex. samma procentandel i alla företag under en given tidsperiod
c. "naturliga" svängningarna i marknaden utnyttjas

så skulle löntagarfonderna under en tioårsperiod genom köp i marknaden kunna erhålla en fjärdedel av alla börsaktier (men inte riktigt alla börsföretag) utan att en så stor kurspåverkan inträdde att denna skulle kunna hänföras till fondköpen.

Tyvärr är slutsatsen mycket svår att bevisa. Kanske är det enda sättet att sätta i gång systemet på försök och använda medlen till uppköp av aktier i ett antal försöksföretag och därefter bestämma sig för om man funnit en lämplig form.

3.4 Motåtgärder från "gamla" aktieägare

Med få och mycket speciella undantag innehas alla börsaktier med syftet att på lång sikt få god avkastning. Försök till motåtgärder från de traditionella aktieägarnas sida mot löntagarfonders köp av börsaktier och mot deras därav följande rätt att utöva de till aktieinnehavet knutna rättigheterna bör därför befaras endast om – med rätt eller orätt – aktieägarna befarar att deras aktieinnehavs lönsamhet kommer att försämras till följd av löntagarfondernas köp.

Det motstånd som från aktieägarnas sida hittills riktat sig mot olika förslag till löntagarfonder grundar sig på

a. att en del vinst överförs till löntagarna i stället för att – åtminstone potentiellt – kunna disponeras av de gamla aktieägarna. I detta avseende liknar motståndet det som visas mot höjd bolagsskatt, proms eller höjda arbetsgivaravgifter. Specifikt i löntagarfondssammanhang gäller detta motstånd vinstdelningen. Man menar att produktionsresultatet redan delats mellan arbete och kapital.
b. att löntagarna skulle få möjlighet styra företagets mål och inriktning och att därmed risk skulle föreligga att de fördelar produktionsresurserna efter andra kriterier än de hävdvunna lönsamhetsorienterade. I detta avseende liknar motståndet motviljan mot regler om ökat medbestämmande, krav på arbetstagarrepresentanter i styrelsen, regeln om arbetstagarsidans tillstyrkan vid riksbanksprövning av utlandsetablering etc.

Motståndet mot LO/SAP-förslaget grundade sig på faktor b. och berodde mycket på lagbundenheten i "löntagarnas maktövertagande" och osäkerheten om hur företagen och de "gamla" ägarna skulle behandlas därefter. Därtill kom den inneboende konflikten att ju bättre måluppfyllelse företaget nådde enligt de traditionella vinstmålen desto snabbare skulle övergången till löntagarna ske.

[1] Antag att aktiekurserna i medeltal under 1970-talet var index 650 och i dag är 20 procent högre. De är samtidigt 10 procent lägre än vid toppläget i maj 1976. Hur stor ytterligare kurshöjning kan vi då acceptera innan en oacceptabel förmögenhetsfördelning uppstår?

Farhågorna för motåtgärder mot löntagarfonders köp på marknaden[1] måste behandlas efter några olika uppdelningar med avseende på

a. hur spridda företagets aktier är i utgångsläget. Extremfallen blir å ena sidan företag som Volvo, LM Ericsson, SKF, Gränges, Handelsbanken, SE-Banken och Saab-Scania med över 50 000 aktieägare och där den största aktieägaren har högst 10 procent och de fem största max. 30 procent av aktiekapitalet[2] och å andra sidan t. ex. Kockums Jernverk, Saléns, Sonessons, Beckers, Bonnier & Bonnier, Drott, Bröderna Edstrand, Esab, Fabege, Forsen, Faluhus, där den största aktieägaren kontrollerar minst halva aktiekapitalet.

b. löntagarfondernas andel i jämförelse med övriga aktieägares och då i synnerhet i jämförelse med de stora som kan antagas utöva ett inflytande på företagets styrning
c. löntagarfondernas agerande med avseende på t. ex. lönsamhetsstyrning, utdelningspolitik och "blockbildning" i styrelsearbetet.

Så länge löntagarfonderna innehar en liten andel av aktiekapitalet i ett företag behöver motåtgärder inte befaras om inte misstanken föreligger att löntagarfonderna snabbt tänker försöker öka andelen. ("Kupprisken" – kan motverkas genom optionsklausuler och konsortialavtal; jämför avtalet mellan storbankerna att inte förvärva andra banker i Sverige.) Slutsatsen kan grunda sig på erfarenheterna från fjärde AP-fonden som köpt minst 10 procent av aktiekapitalet i Svenska Rotormaskiner, Bahco, Incentive, Astra, Fläktfabriken, Höganäs, Iro och Alcro.

Härvid är att notera att AP-fonden efter en inledande period inte dragit sig för att begära styrelseposter (se Boman/Låftman, SOU 1979:9 s. 142). Köp i denna storleksordning har kunnat ske utan motåtgärder från de gamla aktieägarna.

Ju större spridning ett företags aktier har i utgångsläget desto lättare blir det för löntagarfonderna att skaffa sig ett större innehav.

Redan i dag råder på aktiemarknaden en negativ attityd till ett antal storföretag – bland dem Volvo, Electrolux och SE-Banken – för att antalet aktier i dem är så stort att marknaden inte räcker till för att hålla dem placerade till "rimliga" kurser. I sådana företag kan såväl aktieägare som företagsledningar hälsa tillkomsten av en ny stor placerare med tillfredsställelse.

Vid fortsatta köp kan svårigheter för löntagarfonderna uppstå eftersom antalet utbjudna aktier vid en given kursökning helt naturligt avtar ju mindre innehav som finns kvar hos "gamla" aktieägare (minskad utbudselasticitet).[3] Så småningom når man kontrollposterna och sådana aktieinnehav som innehas mer av pietet och tradition än av renodlat ekonomiska skäl. Här krävs antagligen förhandlingar och höjda kurser för att nå önskvärt innehav. Var gränsen för minskad utbudselasticitet går beror antagligen främst på hur stor andel av aktiekapitalet som finns dels på många små innehav dels på större innehav hos hårt lönsamhetsorienterade institutioner (försäkringsbolag, en del investmentbolag etc.) i relation till innehaven hos ägare som innehar dem av kontrollskäl eller av tradition ("farfar köpte, varför skulle jag sälja").

[1] Köp på marknaden kan betraktas som ett vidare begrepp än köp på Stockholms Fondbörs.

[2] I LM har dock Investor och Industrivärden vardera drygt 20 procent av röstvärdet till följd av att LM:s aktiekapital är uppdelat på A-aktier med 1 röst per aktie och B-aktier med 1/1 000 röst per aktie. Samma rösträttsskillnad finns i SKF. I många bolag finns aktier med 1 röst och andra med 1/10 röst per aktie, vilket är den största skillna som aktiebolagslagen tillåter att införa i dag.

[3] Skulle en löntagarfond vilja ha tag på 10 procent av Volvos aktiekapital skulle det gå utan att någon större kurshöjning behövde ske eller uppmärksamhet i övrigt skulle väckas. Skulle den vilja ha 10 procent av Tornet måste den gå i direktförhandling med någon eller flera större aktieägare eller bjuda ett väsentligt högre pris än rådande börskurs.

I 38 bolag av de ca 90 som har över 2 000 ägare och i 29 av de ca 40 med mindre än 2 000 ägare hade största ägaren mer än 25 procent av antalet aktier. I 22 respektive 13 av dessa innehades dock "kontrollposten" av andra börsbolag, vilket gör att vid svårigheter att vinna tillgänglighet i det ursprungliga bolaget möjlighet finns att i stället gå via det större bolag som innehar "kontrollposten".

Några andra jämförande data framgår av uppställningen på sid. 50.

Viktigt är att under den första tiden då löntagarfonderna endast hunnit skaffa sig mindre innehav kommer de "gamla" aktieägarnas attityder till löntagarfonder att formas och därmed deras intresse av att motverka löntagarfonder. Om de gamla ägarna till följd av löntagarfondernas agerande fås att tro – återigen med rätt eller orätt – att löntagarfonderna kommer att vara mindre lönsamhetsorienterade i sin bedömning av företagens satsningar och investeringar eller mindre benägna att låta aktieägarna genom utdelningarna få del av företagens resultat så kommer incitamentet till motåtgärder att stiga.

Vilka är då möjligheterna att vidta åtgärder?

Första åtgärden blir att försöka hindra inval av löntagarfondsrepresentanter i styrelserna, ty det är endast via styrelserna de direkt kan påverka utformningen av företagens politik. Baserat på erfarenheterna av fjärde AP-fonden kan den motsättningen lösas genom att parterna enas om personer som är godtagbara i båda lägren.

Andra åtgärden blir att se till att bolagsstämman inte riskerar att få löntagarfonderna i majoritet. Detta kan ske genom fullmaktsinsamlingar, massuppbåd av (små) aktieägare vid kritiska tillfällen (typ Volvos Norgeavtal) och genom ökad användning av A- och B-aktier (med differentierad rösträtt) vid framför allt introduktion av nya företag och vid nyteckningar.

Tredje åtgärden blir att mer direkt på marknaden förhindra att löntagarfonder någonsin får majoritet. Detta skulle kunna förhindras genom att samla ihop småaktieägares innehav i konsortier, genom korsvisa byten av aktier, genom användning av befintliga fonder (som inte omfattas av löntagarfondssystem och som ej kontrolleras av anställda) för uppköp av kontrollposter (bankernas pensionsstiftelser används i dag troligen vid vissa tillfällen för likartade syften).

Denna sista utväg möter dock svårigheter efter ett tag. För det första innebär den en konfrontation som skulle pågå under lång tid och vålla förluster på båda "sidor" som ingen vill bära.

För det andra finns en motsättning i intressen mellan gamla ägare och företagsledningarna som löntagarfonderna helt naturligt skulle utnyttja. Olika förhållanden vad gäller ägare, investeringsmöjligheter, relation ledning/anställda etc. gör också att det alltid kommer att finnas företag som väljer att genom samarbete med löntagarfonderna förbättra villkoren för just *sitt* företag (jfr Volvos omdiskuterade riktade stora emission till fjärde AP-fonden).

För det tredje skulle obstruktion enligt c. mycket lätt kunna brytas med specialregler typ förbud mot ägande i företag som äger aktier i det

egna företaget (jfr låneförbudet för styrelse m. fl.), förbud för pensionsstiftelse att inneha aktier eller krav på att förmånstagarkretsen skall tillsätta majoritet i pensionsstiftelsens styrelse.

Namn	1980 Antal ägare	1980 Antal aktier i milj.	Största ägare 1979	% av aktiekap.	Fem största ägare d:o %	Omsatt antal aktier 1980[d]	
						Totalt	I % av aktiekap.
a. 16 största bolagen i aktieomsättning (enligt börsen 1979)							
Alfa Laval	25 800	10,4	Skandia	5,8	19,5	1 270 000	12,2
Asea	78 500	19,7	–"–	5,0	18,2	2 925 000	14,9
Atlas Copco	42 800	16,6	Providentia	15,2	34,4	2 575 000	15,5
Beijerinvest	29 800	4,8	G & L Beijer	4,1	15,0	2 340 000	49,0
Boliden	25 500	4,6	Co Royale Asturienne des Mines	8,3[a]	24,9	2 140 000	46,3
Cementgjuteriet	19 100	4,1	Protorp	13,3	34,7	310 000	7,7
Electrolux	40 500	24,1	Asea	20,1	33,3	2 320 000	9,6
Ericsson L M	82 000	21,8	Skandia	4,7	20,6	2 930 000	13,4
Gränges	61 600	7,2	SPP	4,2	13,7	1 930 000	26,6
Mo och Domsjö	16 600	3,9	Familjen Kempe	21,4	40,9	1 140 000	29,0
SCA	43 200	12,1	Industrivärden	10,1	29,7	1 360 000	11,3
SKF	44 100	18,0	Praktikerbolagen	9,3	26,8	4 230 000	23,5
Saab-Scania	41 600	15,7	Wallenbergstift. m. fl.	7,4	16,7	3 180 000	20,2
Stora Kopparberg	35 700	7,3	Investor	8,1	27,0	760 000	10,4
Swedish Match	39 000	8,1	Custos	6,2	20,1	2 330 000	28,8
Volvo	126 100	21,2	Fjärde AP-fonden	5,3	16,4	5 560 000	26,3
b. Några andra bolag							
SE-Banken	58 300	15,2	Wallenbergstift. m. fl.	8,2	23,5	1 075 000	7,1
Handelsbanken	65 900	25,8	Skandia	5,0	18,6	1 475 000	5,7
Alcro[b]	1 700	0,4	Familjen Alfort	40,6	74,8	28 000	5,9
Astra	11 600	5,4	Fjärde AP-fonden	10,1	39,6	452 000	8,4
Bahco[c]	2 400	0,7	SCA	49,0	72,6	43 000	5,8
Fortia	6 400	2,5	HB Lundberg & Malmsten	13,8	35,0	562 000	22,5
Holmen	8 200	2,5	Dagens Nyheter	19,7	50,2	208 000	8,4
Hufvudstaden	3 000	6,0	Custos	42,2	70,1	525 000	8,8
Custos	16 800	4,6	Skandia	6,3	19,6	630 000	13,7
Industrivärden	16 000	3,1	Trygg-Hansa	5,3	24,3	207 000	6,6
Investor	12 300	5,4	Wallenbergstift.	18,1	32,9	337 000	6,2
Providentia	13 200	5,4	–"–	20,0	31,7	436 000	8,1

Fotnot a – d och källor, se nästa sida.

Fotnoter:

[a] Denna jämte ett antal andra poster i Boliden uppköpta av Beijerkoncernen under vintern 1979/1980.

[b] Liknande bild föreligger för andra nyintroducerade bolag med en gammal ägarfamilj som alltjämt största aktieägare i t. ex. Bröderna Edstrand, Barkman, Bonnier & Bonnier, Eldon, Fabege, Fagerhult, Faluhus.

[c] Liknande bild med annat börsbolag som största ägare finns i Beckers, Billerud, Carnegie, Drott, Esab, Garphyttan, Elverk, Kockums Jernverk, Opus, Protorp, Pilen, Sonesson samt med icke börsbolag som största ägare i Grafoprint, Marabou, Transatlantic och Tretorn.

[d] Inkl. efteranmälda affärer via fondkommissionärer. Ett obekant antal aktier har omsats flera gånger.

Källor:

Kolumn 1–2:	Värdepapperscentralen VPC AB
Kolumn 3–4:	Öhmans Börsguide 1979
Kolumn 5:	Stockholms fondbörs
Kolumn 6:	Egna beräkningar

4 Synpunkter på lösningslinjer

4.1 Halvfrivilliga förhandlingsuppgörelser

Tankar om förhandlingsuppgörelser mellan löntagarfonderna och "gamla" aktieägare (via bolagsstämman och/eller företagsledningen) grundar sig på insikten att det dels finns ett antal motstridiga intressen alternativt farhågor om "motpartens" syften och att dessa i en förhandlingsuppgörelse skall elimineras, dels att parterna har ett antal samstämmiga intressen som skall utnyttjas.

Detta är en situation som är vanlig i avtal mellan parter i affärslivet. Parternas prestationer och uppoffringar preciseras noga och klausuler införs för att ge åtminstone riktlinjer för hur lösningar skall kunna nås om förutsättningarna skulle ändras på ett oförutsett vis. Lagstiftningen ger inom t. ex. köp- och avtalslagen anvisningar om vilka regler som skall gälla i standardsituationer om de avtalsslutande parterna inte själva fastlagt reglerna.

På ägandesidan har vi regler i lagen om enkla bolag och handelsbolag och därutöver aktiebolagslagen och lagen om ekonomiska föreningar som preciserar hur styrningen och fördelningen av resultatet skall ske i olika associationsformer.

Detta har i aktiebolagsformen kunnat brytas ned i ett antal olika instrument för deltagande i företagen. Vi har aktier med full rätt till andel i vinst och inflytande, vi har aktier med full rätt till andel i vinst men begränsad andel i inflytande, vi har aktier med begränsad risk och/eller andel i vinst, vi har konvertibla lånebevis med högre säkerhet men möjlighet att vid senare tillfälle och då t. ex. riskerna klarare kan beskrivas träda in med del i inflytande, vi har lånebevis med rörlig ränta beroende på lönsamhet (dvs. andel i vinst, hög säkerhet men ingen rätt till inflytande).

Det finns med andra ord redan nu ett antal befintliga instrument på kapitalmarknaden för fördelning av vinst och inflytande till vilka lösningar i löntagarfondssammanhang skulle kunna knytas om man betraktar det som en fördel att i möjligaste mån anknyta till befintliga system och regler i stället för att skapa nya med därav följande större osäkerhet om hur de kommer att fungera.

I egenskap av aktieägare kan löntagarfonder (och andra stora aktieägargrupperingar) påverka strukturhändelser som köp av företag där aktieemission krävs som betalningsmedel, försäljning av det egna företaget

(om gruppen har mer än 50 procent i alla fall och ofta om den har mer än 10 procent av aktiekapitalet), utdelningens utveckling samt val av styrelse. Styrelsen kan i sin tur påverka inriktningen av investeringarna och företagets allmänna inriktning.

Om nu löntagarfonderna, vars attraktivitet hos företagsledningarna i första hand kommer att grunda sig på deras tillgång till riskvilligt kapital, vill stimulera en stor nysatsning men där de gamla ägarna har farhågor att de tappar kontrollen över t. ex. utdelningens tillväxt kan lösningar av följande art tänkas

- kapitaltillskottet sker i form av konvertibla obligationer. Dessa kan konverteras till aktier antingen om de "gamla" aktieägarna så begär eller om produktionen vid den nya fabriken/satsningen skulle flyttas utomlands och löntagarfonderna då begär konvertering.
- kapitaltillskottet sker genom nyteckning. Löntagarfonderna förbinder sig att vid ingen bolagsstämma inom de närmaste x åren rösta för mer än y procent av det vid stämman representerade kapitalet, (vilken skulle ansluta till aktiebolagslagen som redan nu innehåller en dispositiv regel att ingen på bolagsstämman får rösta för mer än en femtedel av det på stämman företrädda antalet aktier. I SE-bankens bolagsordning har regeln skärpts så att ingen får rösta för mer än 2 % av antalet aktier).
- kapitaltillskottet sker genom nyteckning. Löntagarfonderna utfärdar en option för de gamla ägarna att få köpa tillbaka aktierna om löntagarfonderna skulle söka majoritet i styrelsen eller, mot de gamla ägarna i styrelse och vid bolagsstämma, verka för lägre utdelning än de senare föreslår och revisorerna tillstyrker.

I andra sammanhang kan en motprestation från de gamla ägarnas sida, när löntagarfonderna skjuter till kapital, vara att de gamla ägarna lämnar en option till löntagarfonderna att köpa aktierna när och om dessa skulle säljas på marknaden (lämpligt t. ex. när en stor andel av aktiekapitalet ligger samlad hos ett mindre antal gamla ägare).

I vissa företag skulle löntagarfonderna kunna nå intressanta uppgörelser genom att i mycket allmän form slå fast att de i företaget förbinder sig att verka för vinst som främsta syfte. I andra skulle en regel att de förbinder sig att inte delta i beslut om utdelning förrän de nått 90 procent av aktiekapitalet, kunna möjliggöra en starkt förändrad attityd från de gamla ägarna till löntagarfonder.

Regler kan också konstrueras i motsatt riktning. T. ex. så länge företaget sysselsätter minst xx personer i Sverige per miljon kronor i löntagarfondssatsning avstår löntagarfonderna från att påverka beslut om investeringspolitik.

Om det finns farhågor från de "gamla" ägarnas utgångspunkter för snabb ökning av antalet röster i löntagarfondshand kan man införa regler om aktier där rösträtten gradvis ökar. I och med förlängt tidsperspektiv minskar de flesta farhågor.

Exemplen ovan är inte avsedda att vara rekommendationer till lösningar utan enbart illustrationer till att det kan finnas alternativ till mer formaliserade system som slår lika över en mängd olika företag och si-

tuationer. Utan förändringar av befintligt regelsystem finns möjligheter att genom förhandlingar nå de mer preciserade önskemål löntagarfonderna kan komma att ha i olika situationer.

Argumentet mot sådana lösningar blir i första hand att löntagarfonderna inte får garantier för att förhandlingarna kan sluta i avtal på för löntagarfonderna rimliga villkor i samtliga fall. En annan tänkbar invändning är att löntagarfonderna inte kommer att få likvärdiga lösningar i alla företag.

Den första invändningen kan mötas med att någon form av tvångsmässigt inslag införs t. ex. av den typ som diskuteras i nästa avsnitt.

Den andra invändningen faller på att likvärdiga lösningar är orimliga eftersom antalet olikartade situationer är så stort.

4.2 Halvobligatoriska nyteckningar

När ett företag bildas tillskjuter grundarna ett belopp i pengar eller i vissa fall andra tillgångar. Detta bokförs av aktiebolaget som aktiekapital och ibland delvis också som reservfond.

Detta egna kapital kan sedan under rörelsens gång ökas genom att vinster som görs i företagets rörelse ej delas ut till aktieägarna (konsolidering). För företagets fortsatta verksamhet behöver ibland ytterligare eget kapital tillskjutas. Detta sker i normalfallet genom en s. k. nyteckning, dvs. aktieägarna tillskjuter mer pengar och får fler aktier.[1]

Skulle teckningskursen därvid sättas över marknadskursen skulle alla intressenter hellre köpa de aktier de önskar på marknaden. Sett från företagets synpunkt misslyckas då emissionen eftersom företaget inte får in de pengar det behöver.

Om kursen på företagets aktier på marknaden däremot är högre än den kurs till vilken aktieägarna kan teckna nya aktier blir det helt naturligt[2] för dem att teckna de nya aktierna i stället för att köpa fler aktier på marknaden. Den ägare som inte har medel att tillskjuta kan sälja sin rätt att teckna till någon annan som vill äga aktier i företaget och annars kanske skulle köpt dem på marknaden.

[1] Normalt har de "gamla" aktieägarna företrädesrätt att teckna de nya aktierna. I vissa fall kan dock en emission "riktas" till utomstående med förbigående av de gamla aktieägarna.

[2] Termerna "gynnsam" och "attraktiv" emission används ofta vårdslöst för det fall att teckningskursen är mycket lägre än börskursen. Med en för aktieägarna gynnsam emission borde egentligen menas en sådan som används för att möjliggöra åtgärder i företaget som gör att företagets börsvärde efter emission (inkl. det nyemitterade beloppet) blir högre än företagets tidigare börsvärde med tillägg för det inbetalda emissionsbeloppet.

För aktieägarna är däremot emissionskursen i förhållande till den tidigare börskursen ointressant eftersom skillnaden av dem kan disponeras i form av försäljning av teckningsrätter. (Förutsatt att inte marknadspriset på teckningsrätten sänks till följd av försäljningen.)

Se vidare artikel i Affärsvärlden nr 6, 1976 som fogas som bilaga till denna rapport.

När de gamla aktieägarna erbjuds de nyemitterade aktierna utgör valet av teckningskurs inget större rättsviseproblem. Kursen sätts så lågt att företaget kan känna sig förvissat om att alla de nya aktierna blir placerade. De som inte vill satsa pengar på att behålla sin andel av företaget och av dess framtida vinst kan avyttra sina teckningsrätter.

Ett speicialfall är möjligheten till apportemission varvid i stället för kontanter en annan tillgång till företaget tillskjuts. Denna tillgång måste då värderas och värdet vägas mot det värde de nyemitterade aktierna har. Numera finns även möjligheten att göra en riktad emission där en bestämd person eller institution erbjuds att teckna aktier med förbigående av de befintliga ägarnas företrädesrätt. Skulle därvid teckningskursen vara lägre än företagets egna kapital utslaget per aktie erhåller de nytillträdande aktieägarna en andel av företaget som är större än deras insats relativt sett de befintliga ägarna. Här finns ett rättviseproblem som aktiebolagslagen löst så att bolagsstämman (dvs. aktieägarna) måste besluta om nyemission eller eventuellt bemyndiga styrelsen att besluta.

Vid nyteckningar är ett företags aktier "åtkomliga" i högre utsträckning än normalt. Detta beror på att utbudet i ett slag ökas samtidigt som befintliga aktieägare sällan har finansiella resurser att till fullo teckna hela det belopp som bjuds ut i nya aktier. Nya ägare måste därför sökas.

Köp av aktier på aktiemarknaden av eventuella löntagarfonder accepteras av de "gamla" aktieägarna medan varje slag av tvångsmässigt förvärv av aktier under substansvärde[1] kan utlösa besvärliga frågor om konfiskatoriska inslag. Detta gäller även när ett tvångsmässigt förvärv sker över marknadspriset, börskursen.

Samtidigt innebär förvärv genom köp eller emission till substansvärdet att löntagarfonderna i flertalet företag (och vid nuvarande börs- och ränteläge) betalar ett högre pris än som är nödvändigt för aktierna. Dessutom tillförs företagen inget kapital när någon köper aktier via aktiemarknaden. Därmed ökar inte heller företagens möjligheter att finansiera investeringar vare sig direkt eller genom att bilda underlag för upplåning. Nyttan av att löntagarfonder frigör kapital för "gamla" aktieägare i stället för att tillföra företagen riskvilligt kapital som annars inte skulle stått till förfogande[2] måste betraktas som tvivelaktig.[3]

Den lösning där dessa motstridiga synpunkter skall föras samman bör därutöver innehålla så få inslag som möjligt som skiljer sig från etablerade former på kapitalmarknaden. Detta eftersom varje typ av nytt system möter ett ofta onödigt motstånd från dem som är vana vid de gamla reglerna. Därutöver finns ett intresse att göra systemet utvecklingsbart så att det inom sig kan vidareutvecklas utan detaljregleringar. Detta därför at möjligheter att finna former som passar olika typer av företag med olika typer av krav därmed ökar.

Med utgångspunkt från ovanstående argument och nuvarande förhållanden skulle man kunna ställa upp ett system med följande huvuddrag:

1 Löntagarfonderna får rätt att i alla (börs) företag kräva att en årlig nyteckning vidtas med t. ex. en ny aktie per varje 20-tal gamla (motsvarande en ökning av aktiekapitalet med 5 procent).

[1] Substansvärdet utgör det totala egna kapitalet i företaget utslaget per aktie. Det har uppstått genom aktieägarnas insatser med tillägg för i företaget behållna vinstmedel (och eventuellt ännu inte redovisade värdestegringar på av företaget ägda tillgångar). Genom att det egna kapitalet i flertalet företag avkastar lägre än aktieägarnas alternativavkastning värderas flertalet aktier på börsen lägre än det egna kapital som står bakom dem i företagen.

[2] Begreppet kapitalbrist som ofta används i debatten är sällan entydigt definierat. För resonemanget här räcker att konstatera att tillräcklig tillgång på riskbärande kapital inte finns vid nuvarande räntabilitet och investerings/kapitalbildningsnivå i företagen.

[3] Om löntagarfonders köp av aktier från "gamla" aktieägare medför att dessa satsar det kapital de frigjort vid försäljningar i nyteckningar i andra företag kan en indirekt investeringsbefrämjande effekt nås.

2 Löntagarfonderna bestämmer i vilka företag nyteckning skall ske och till vilken kurs nyteckningen skall ske. Urvalet skulle kunna ske så att företag som löntagarfonderna anser hindras i sin utveckling på grund av "kapitalbrist" utväljes.
3 De gamla aktieägarna bibehåller sin företrädesrätt att teckna de nya aktierna.
4 Löntagarfonderna äger rätt *och* har skyldighet att teckna alla aktier de gamla aktieägarna inte tecknar (eller via försäljning av teckningsrätter låter andra teckna) vid sådana nyteckningar löntagarfonderna kräver.

Som en kompletterande regel måste införas att företag inte äger rätt att teckna aktier i annat företag i vilket det själv direkt eller indirekt äger aktier.[1]

Detta system skulle bland annat få följande konsekvenser:

a. Löntagarfonderna får möjlighet att välja ut de företag i vilka de vill nå ett på ägande baserat inflytande[1] eller som de anser behöver ökat riskbärande kapital.
b. Beskyllningar för konfiskatoriska inslag i systemet kan tillbakavisas med att de gamla ägarna bibehållit sin företrädesrätt att teckna aktierna. Kvar står invändningen att de kan tvingas öka aktiekapitalet i sina företag trots att de antingen inte har råd till det eller anser det obehövligt. Detta måste dock rimligen anses som ett inslag innebärande relativt litet tvång.[2] Delvis kan invändningen om så önskas minskas genom att ökad tillgång på krediter för satsningar i riskbärande kapital skapas t. ex. från ett mellanhandsinstitut för att finansiera gamla aktieägares deltagande i företagens nyteckningar.[3]
c. Goda förhandlingsmöjligheter mellan företagsledningar och löntagarfonder öppnas. Löntagarfonderna får lättare tillgång till den kunskap om investeringsmöjligheter som finns hos företagsledningarna och som de annars skulle ha mycket svårt att bygga upp.
d. Befintliga system på marknaden för riskbärande kapital kan i stort sett bibehållas oförändrade.
e. De "gamla" aktieägarna får ingen möjlighet att blockera löntagarfondernas inträde som ägare i företagen. Åtkomligheten kan därmed sägas vara garanterad men å andra sidan inte till vilket pris som helst. Krasst uttryckt: Vi konstruerar ett pris för inflytandet.
f. Inget "läckage" av löntagarfondspengar genom att kapital friställs hos "gamla"aktieägare som kan användas t. ex. för konsumtion.
g. Kurseffekterna på aktiemarknaden kan väntas bli oväsentliga. Därmed sker inga förmögenhetsökningar hos "gamla" aktieägare. Viss kurspress kan uppstå genom att "gamla" aktieägare tvingas sälja aktier i en del bolag för att kunna delta i emissioner som löntagarfonderna krävt. Anses detta som en nackdel kan ett mellanhandsinstitut för finansiering av nyteckningar enligt punkt b. avhjälpa detta till stor del.

[1] Redan i dag finns en regel som säger att dotterbolag inte äger rätt att äga aktier i sitt moderbolag. Denna regel skulle alltså utvidgas.

[1] Begär löntagarfonderna fem procents nyteckning varje år och väljer en så hög emissionskurs att ingen del av de gamla ägarna väljer att teckna når de 25 procents ägarandel det sjätte året och 50 procent det femtonde.

[2] Kan jämföras med det fall aktieförsäljningen i dag tvingas fram genom att kombinationen inkomstskatt och förmögenhetsskatt inte täcks av ett aktieinnehavs utdelning och ägaren inte har andra inkomstkällor att betala skatterna med.

[3] Därigenom skulle de aktieägare "avslöjas" som säger sig inte ha råd teckna nya aktier men som i själva verket inte tycker avkastningen på satsningen motsvarar risken.

Bilaga Lönsamhet, kurs, substans avgör emissionseffekterna

Ur Affärsvärlden nr 6, 1976

Efter bara en månad på det nya året[1] uppgår de nyemissioner som skall inbetalas i år till hela 725 milj. kr. Eftersom strömmen av nyteckningar väntas fortsätta kan fjolårsrekordet på 800 milj. kr praktiskt taget redan ases som slaget!

Vad är då bakgrunden till att börsen för andra året i rad möts av en nyemissionsflod? Som framgår av diagrammet låg de årliga nyteckningsbeloppen på en mycket låg nivå under slutet av 1960-talet och de första åren på detta decennium. Under samma period sjönk börsföretagens genomsnittliga soliditet, dvs. andelen eget kapital i förhållande till totalkapitalet (balansomslutningen).

Expansion i obalans

Det främmande kapitalet ökade i och med att företagen levde upp det tidigare outnyttjade låneutrymmet. Avkastningen på det egna kapitalet räckte sålunda inte till för att hålla soliditeten på en oförändrad nivå p. g. a den relativt höga expansionstakten. (Med expansion menas här inte omsättningsökning utan tillväxten i balansomslutningen).

Nu har soliditeten i allt fler börsföretag nått en så låg nivå att en ytterligare nedgång knappast kan accepteras. Att de internationella långivarna i högre grad än de svenska kräver en hög "synlig" soliditet och också lägger stor vikt vid tendensen i soliditetsutvecklingen, gör inte saken bättre. Allt tyder således på att nyemissionsaktiviteten kommer att ligga kvar på en hög nivå för lång tid framåt.

Ett förenklat exempel i tabellen nedan belyser den beskrivna utvecklingen. Företaget har i utgångsläget en soliditet på 40 %. Om utdelningen tar 3 % av det egna kapitalet och expansionstakten är 15 % krävs, om soliditeten inte skall försämras, en avkastning på det egna kapitalet på hela 18 % efter skatt.

	År 1	År 2 18 % avk.	År 2 10 % avk.
Främmande kapital	1 500	1 725	1 805
Eget kapital	1 000	1 150	1 070
Balansomslutning	2 500	2 875	2 875
Soliditet	40 %	40 %	37 %

[1] Härmed avses år 1976.

Skulle däremot avkastningen ligga på den mer vanliga nivån 10 % efter skatt händer följande: Utdelningen tar en knapp tredjedel av vinsten och det egna kapitalet växer endast med 7 %. Genom att totalkapitalet ökar med 15 % (= tillväxttakten) sjunker soliditeten i detta fall till ca 37 % efter ett år och det växande kapitalbehovet måste i ökad utsträckning täckas med extern upplåning.

Två säkerhetsventiler

Om företaget inte kan förbättra sin lönsamhet och därmed sin självfinansieringsförmåga har det bara två möjligheter att hävda sin soliditet: Antingen kan ledningen försöka begränsa expansionstakten eller inskränka på utdelningsandelen av vinsten, så att ekvationen går ihop för dagen. Företaget har då, åtminstone temporärt, uppnått en balanserad tillväxt.

Nu är problemet för många företag att expansionen inte direkt låter sig styras samtidigt som utdelningen med hänsyn till aktieägare och börskurs sällan är rörlig nedåt. Endast i nödfall, vid direkta förluster, brukar utdelningen sänkas eller helt slopas.

Utdelningen är i detta sammanhang dessutom ett mycket svagt instrument med liten effekt. Även om utdelningen inhiberas ökar expansionsutrymmet endast med några få procentenheter.

Om företaget överhuvudtaget skall kunna växa i reella termer måste lönsamheten vara högre än inflationen. En "normal" lönsamhet bör sålunda överstiga inflationstakten med 3–5 procentenheter för företag med normalt risktagande.

I börskommentarer förekommer ofta epiteten "gynnsamma" och "ogynnsamma" nyemissioner utan att begreppen närmare definieras. Rent allmänt kan sägas att en nyteckning är fördelaktig för aktieägarna om den resulterar i högre avkastning på aktierna än vad som varit fallet om ingen nyemission företagits. Detta förefaller ganska uppenbart, men ger ingen direkt vägledning vid bedömningen av en viss nyteckning.

Tre huvudgrupper

Ett första steg vid klassificeringen kan i stället bli att sortera nyteckningarna efter dess orsaker sett från företagens synpunkt. Man kan här särskilja tre huvudgrupper:

- Nyemissionen är ett "måste" för företaget. Företaget kan t. ex. befinna sig i en akut likviditetskris. Genom emissionstillskottet kan företaget undvika en konkurs eller en dyrare lösning av problemet.

Typiskt för dessa fall är att inga generella regler kan ställas upp för bedömning av om en nyteckning är förmånlig för aktieägaren eller ej. Värderingen måste ske från fall till fall och hänsyn får då tas till vad som händer om företaget underlåter att nyemittera.

En annan undergrupp är de företag som inte kan styra sin expan-

sionstakt. Tillväxten blir "tvångsmässigt" större än vad avkastningen på eget kapital medger, trots att denna kan vara över genomsnittet. De många bankemissionerna är bra exempel på detta.

- Den andra huvudgruppen av nyemissioner kan sägas vara till för att finansiera en defensiv expansion hos företaget. Detta är sannolikt den vanligaste förekommande orsaken till en nyteckning. Kapitaltillskottet behövs i detta fall för att bibehålla företagets lönsamhet, vare sig den är hög, normal eller låg. En vanlig motivering från ledningen går ut på att företaget behöver expandera för att kompensera kostnadsstegringarna.
- Det är ofta svårt att särskilja de defensiva nyemissionerna från de som föranleds av en offensiv expansion, den tredje huvudgruppen. Även i denna grupp kan undertyper urskiljas:

Kapitaltillskottet avser att finansiera ett visst projekt som ger företaget en språngvis tillväxt. ("engångsexpansion"). Ett exempel här är Nife Jungners nyemission avsedd att möjliggöra produktion och marknadsföring av det nya batteriet.

Företaget har redan en lönsam rörelse, men styrelsen ser att man med god avkastning kan förvalta ett större kapital än vad bolaget har idag, t. ex. genom att öppna en ny utlandsmarknad. Mölnlycke kan här tas som exempel.

Ett företag med normal eller för låg lönsamhet kan försöka höja denna genom att påskynda expansionen, vilket kräver kapitaltillskott. Antagligen är huvuddelen av nyemissionerna tänkta att hamna i denna grupp – de interna kalkylräntorna ligger ju vanligen över 20 %. Utfallet blir dock alltför ofta sådant att nyteckningen snarast kan sägas ha finansierat en "defensiv" expansion.

Avgörande faktorer

I pressen brukar man ofta beteckna sådana nyemissioner som gynnsamma som sker till låg emissionskurs och/eller leder till höga fondemissionselement. Däremot berörs mycket sällan de faktorer som verkligen har betydelse för emissionens fördelaktighet, nämligen företagets lönsamhet, den aktuella börskursen och dess relation till substansvärdet. Dessa faktorer påverkar emissionseffekterna för företaget (se nedan), men också nyemissionens förmånlighet för aktieägarna.

Börsföretagen värderas ju inte efter sitt substansvärde utan huvudsakligen efter avkastningsförmågan. Följaktligen ligger i allmänhet kursen för aktier i bolag med hög genomsnittlig lönsamhet över substansvärdet, medan företag med låg lönsamhet värderas under detsamma. Endast ett 20-tal börsföretag tillhör för närvarande den förstnämnda kategorin.

Avkastningsvärdet

Vid nyemissionstillfället värderas det inbetalade beloppet till sitt nominella värde, eller med andra ord till substansvärdet. Förräntas sedan emissionsbeloppet i likhet med det gamla kapitalet anpassar sig kursen successivt – och helt naturligt – uppåt eller nedåt till dess avkastningsvärde.

Med det viktiga antagandet att kapitaltillskottet förräntas på samma sätt som den gamla substansen, kan man alltså säga att en nyemission är fördelaktig för aktieägarna om kursen före emissionen överstiger aktiens substansvärde och ofördelaktig om den understiger detta.

Ett typfall där det sålunda är direkt olönsamhet för en aktieägare att delta i en nyemission är när en aktie p. g. a. långvarig låg lönsamhet nedvärderats till 40 % av substansen och kapitaltillskottet får samma låga förräntning. Efter en tid blir varje nyinsatt hundralapp i detta bolag nedvärderad till ca 40 kr.

I flertalet fall är det rimligt att anta att bolagets förhoppning vid en nyteckning är att förränta kapitaltillskottet enligt kalkylen, dvs. vanligtvis betydligt högre än den tidigare avkastningen. Om utfallet blir det planerade avgör förhållandet mellan kapitaltillskottet och den gamla substansen hur mycket den tidigare avkastningen kan ökas genom den åtgärd (investering e dyl) som möjliggjorts av nyemissionen.

Ett exempel klargör resonemanget. Antag att ett företag har en substans på 300 kr per aktie som förräntas till 5 % efter skatt (= 15 kr per aktie). P. g. a. låg börskurs sätts emissionsvillkoren till 1:4 till 100 kr vilket inbringar 25 kr per gammal aktie. Även om nu avkastningen på nytillskottet blir hela 20 % (5 kr per aktie) ökar företagets genomsnittliga avkastning bara till litet drygt 6 % $\left(\frac{15+5}{325}\right)$

Av detta framgår att det för företaget är gynnsamt att få in ett så stort kapitaltillskott som möjligt per gammal aktie.

Ond cirkel

Ur företagens synvinkel blir därför börskursen avgörande för effekten av en nyemission. Dålig lönsamhet leder ju som nämnts ofta till att aktien värderas till långt under substansvärdet. Låt oss ta Gränges som exempel. Den substans som bolaget skall förränta ligger runt 330 kr per aktie enligt Affärsvärldens placeringsindikator, medan börskursen i fredags var 128 kr.

Om Gränges skulle genomföra en nyteckning med villkoren 1:4 kunde emissionskursen kanske sättas till högst 100 kr p. g. a. den låga börskursen. Härigenom skulle bolaget tillföras 25 kr per gammal aktie, dvs. substansen skulle öka med bara drygt 7 %. Det krävs alltså en mycket hög avkastning på kapitaltillskottet, för att bolagets genomsnittliga lönsamhet skall höjas mer än obetydligt.

Samtidigt måste Gränges, givet oförändrad utdelning, betala ut 11 kr i

dividend på de nya aktierna. Före skatt innebär detta ca 17 kr om hänsyn tas till Anellavdrag. Utdelningsbeloppet före skatt ökar alltså med ca 20 %.

Genom nyemissionen växer följaktligen utdelningssumman mer än i aktiekapitalet, vilket skjuter en utdelningshöjning framåt i tiden, dvs. försämrar den framtida utdelningstillväxten. Detta påverkar i sin tur kursutvecklingen negativt. Företaget kommer på detta sätt in i en ond cirkel där det till slut blir prohibitivt "*dyrt*" att nyemittera.

Svag information

Sammanfattningsvis kan konstateras att aktieägarens möjlighet att "värdera" en nyteckning beror på den information som det emitterande bolaget, bl. a. genom emissionsprospektet, förser aktiemarknaden med.

En nyemission innebär ju att företaget, genom att efterfråga ett kapitaltillskott, ger aktieägarna en invit att deltaga i en nyinvestering. En sådan invit kan te sig minst sagt egendomlig i vissa fall, t. ex. när en styrelse, som historiskt sett bevisligen inte förmått förvalta bolagets kapital tillfredsställande, kräver ytterligare tillskott utan att med ett ord beröra

- vilken avkastning det existerande kapitalet lämnat och lämnar,
- varför lönsamheten hittills inte hållit måttet,
- vilken avkastning de färska pengarna väntas ge och
- varför det finns skäl att förvänta en högre lönsamhet på nytillskottet.

I stället klaras ofta alla motiveringar av med allmänna fraser om expansion, investeringsbehov etc, så snart emissionskursen ligger på betryggande avstånd från börskursen och emissionen tycks vara i hamn.

Det finns all anledning för aktieägarna att med fasthet kräva besked på dessa, för bedömningen av nyemissionserbjudandet helt avgörande frågor, särskilt från de företag, som inte tidigare förmått uppvisa acceptabel lönsamhet. Under året kommer aktiemarknaden att matas med emissionsprospekt på löpande band. Det kommer sannolikt finnas anledning att mer konkret återkomma till detta ämne, när vi ser hur styrelserna behandlar aktieägarenas informationsbehov i de kommande nyemissionsprospekten.

Röstvärdesdifferenser i svenska börsbolag

Av Rolf Skog

Innehåll

Författarens förord

Denna rapport, Röstvärdesdifferentiering i svenska börsbolag, har utarbetats på uppdrag av Utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten.

En första version av rapporten har utarbetats inom ramen för trebetygskursen i ämnet handelsrätt vid Göteborgs universitet. Den färdiga rapporten utgör en 20-poängsuppsats inom ramen för valfria kurser i juristutbildning vid Stockholms universitet.

Handledare vid Göteborgs universitet har varit professor Jan Sandström och handledare vid Stockholms universitet professor Knut Rodhe. Värdefulla synpunkter har under arbetets gång lämnats av vice börschefen vid Stockholms fondbörs Lars Bredin, jur. dr Gunnar Flodhammar, professor Håkan Nial, hovrättsassessor Per Pettersson samt sist men inte minst kollegor vid sekretariatet i Utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten.

Material till denna studie och till fortsatt forskning i ämnet har i viss mån insamlats vid Harvard University, Massachusetts, USA. Resan har delvis finansierats med ett stipendium från Svenska Institutet.

Det statistiska materialet har framtagits med hjälp av Anders Enroth vid Kunglig Patent- och Registreringsverkets bolagsbyrå, Maud Forsell vid Stockholms Fondbörs, Hans Lind vid VPC samt Leo Moks och övrig personal vid Riksskatteverkets kupongskatteavdelning. Övrigt källmaterial har välvilligt tillhandahållits av Birgitta Axelius och Ann-Britt Rosdahl vid budgetdepartementets bibliotek.

För ett omfattande arbete med renskrivning och utskrift av rapporten har svarat Solveig Johansson och Gunn van Tartwijk.

Ett varmt tack till er alla.

Stockholm i augusti 1981

Rolf Skog

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (1975:1385)
JFT	Tidskrift utgiven av Juridiska Föreningen i Finland
SARF	Sveriges aktiesparares riksförbund
SI	Sveriges Industriförbund
SIND	Statens Industriverk
SvJT	Svensk Juristtidning
VPC	Värdepapperscentralen VPC AB

1 Inledning

Ägaren till en aktie anses ha vissa rättigheter som är förknippade med aktieinnehavet. Dessa rättigheter kan indelas på olika sätt. Den i Sverige i dag gängse indelningen innebär att två rättighetstyper särskiljs, ekonomiska rättigheter respektive förvaltningsrättigheter.

Den första rättighetstypen, *ekonomiska rättigheter,* innefattar aktieägarens rätt att mot bolaget rikta anspråk som har förmögenhetsvärde. Anspråken kan göras gällande under bolagets bestånd, t. ex. anspråk på andel i vinst, eller vid bolagets upplösning, anspråk på likvidationsandel.

Den andra rättighetstypen, *förvaltningsrättigheter,* innefattar aktieägarens rätt att deltaga i eller inverka på vissa beslut i bolagets angelägenheter. Det främsta uttrycket för detta är aktieägarens rätt att delta i och rösta vid bolagsstämma.

Ovan nämnda rättigheter tillkommer *varje* aktieägare, oberoende av storleken på hans aktieinnehav. Som en särskild typ av rättigheter brukar ibland nämnas s. k. *minoritetsrättigheter.* Minoritetsrättigheterna förutsätter, att den eller de aktieägare som utövar dessa rättigheter, har en viss minimiandel av röstetalet och/eller aktiekapitalet i bolaget. Ett exempel på denna typ av rättigheter är den rätt att tillsätta minoritetsrevisor, som enligt den svenska aktiebolagslagen i vissa fall tillkommer aktieägare som företräder en tiondel av samtliga bolagets aktier eller en tredjedel av de vid stämman företrädda aktierna.

Som en särskild typ av rättigheter brukar ibland också urskiljas s. k. *prioritetsrättigheter.* Det är rättigheter som tillkommer endast viss grupp av aktieägare. Dessa rättigheter förutsätter alltid förbehåll i bolagsordningen. Ett exempel är preferensaktieägares företrädesrätt till viss utdelning av bolagets vinst.

Såväl minoritetsrättigheter som prioritetsrättigheter kan uppdelas i ekonomiska rättigheter och förvaltningsrättigheter.

Denna rapport behandlar en av ovan berörda rättighetstyper, *förvaltningsrättigheter.*

I det moderna aktiebolagets föregångare, exempelvis handelskompanierna i 1700-talets England, tillerkändes varje delägare i bolaget lika inflytande oberoende av kapitalinsats. Så småningom uppstod en reaktion mot detta system och inflytandet kom i allt större utsträckning att kopplas till storleken på kapitalinsatsen.

I dag anses en grundläggande aktiebolagsrättslig regel vara, att den

rätt till deltagande i bolagets förvaltning som tillkommer varje aktieägare ska svara mot dennes ekonomiska risktagande. Detta tar sig vanligen uttryck i principen "en kapitalinsats, en röst".[1] Emellertid finns en rad exempel – utomlands såväl som i Sverige – på hur en liten grupp aktieägare genom olika åtgärder kan skaffa sig eller behålla ett inflytande över förvaltningen som är betydligt större än vad kapitalinsatsen enligt detta synsätt motiverar. Exempel på sådana åtgärder är röstvärdesdifferenser, "ask-i-ask-ägande", fullmaktsinsamlingar och konsortialavtal.[2]

Vår avsikt är att närmare studera en av dessa åtgärder, nämligen *röstvärdesdifferenser*. Begreppet åsyftar möjligheten för ett aktiebolag att utge aktieslag med skilda röstvärden.

Den mest extrema varianten av sådana differenser föreligger när ett bolag ger ut aktieslag med respektive helt utan röstvärde. Aktier helt utan röstvärde är inte tillåtna enligt svensk rätt och tas därför här inte upp till närmare diskussion. Utomlands förekommer däremot sådana aktier, bl. a. i England och USA, och där har sedan lång tid tillbaka en intensiv debatt pågår rörande för- och nackdelar med systemet.[3]

I Sverige tillåts aktieslag med olika röstvärde (A- och B-aktier[4]), men lagen anger den maximalt tillåtna röstvärdesdifferensen. Krav på avskaffande av röstvärdesdifferenserna har, framför allt under 1970-talet, framförts från olika håll i den allmänna debatten. Utgångspunkt för kraven har som regel varit att röstvärdesdifferenserna möjliggör en förstärkning av maktkoncentrationen i näringslivet – en maktkoncentration som till följd av ett ojämnt fördelat aktieägande redan tidigare är stor och av många upplevs som icke önskvärd.

Folkpartistiska riksdagsledamöter har vid ett flertal tillfällen motionerat i frågan i riksdagen.[5] Kravet har också i olika sammanhang framförts av Sveriges aktiesparares riksförbund, SARF.[6]

[1] Se bl. a. Nial, H., Minoritetsskydd i aktiebolag, SvJT, 1941, s. 702.

[2] Se bl. a. Roos, C. M., Avtal och rösträtt, Stockholm, 1969, s. 44 f. samt Nial, H., Aktiebolagsrättsliga studier, Stockholm, 1935.
För en allmän översikt över kontrollåtgärder se även O'Neal, F. F., Control Distribution Devices, Corporate Practice Commentator, 70/71, s. 34 f., samt Oleck, H. L., Modern Corporation Law, Vol. 3, Indianapolis, 1958–60, s. 509 f.

[3] Se bl. a. Berle, A. A., Non-voting stock and "banker's control", Harvard Law Review nr 6, 1926, s. 673, Berle, A. och G. Means, The modern corporation and private property, New York, 1932. Rev. ed. 1968 samt Stevens W. H. S., Voting rights of capital stock and shareholders, The Journal of Business of the University of Chicago, 1938, Nr 4, s. 311.

[4] Beteckningen A är inte reserverad för aktier med höga röstvärden och inte heller B för låga. Då beteckningarna emellertid i praktiken med mycket få undantag används på detta sätt, menar vi i fortsättningen, om inte annat anges, då vi talar om A-aktier alltid aktier med höga röstvärden och då vi talar om B-aktier alltid aktier med låga röstvärden.

[5] Riksdagsmotion 1975/76:2112, 1976/77:1070 och 1977/78:422.

[6] Se bl. a. SARF:s remissvar på Aktiebolagsutredningens förslag till aktiebolagslag, redovisat i Proposition med förslag till aktiebolagslag m. m., (Prop. 1975: 103), s. 116.

Bakgrunden till föreliggande rapport är delvis en annan. LO:s och Socialdemokratiska partiets representanter i utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten (Fi 1975:03) har framfört kravet att möjligheten att utge aktieslag med skilda röstvärden, i framtiden skall avskaffas. Utgångspunkten för detta krav är att differentieringen skulle minska möjligheterna för löntagarfonder att, genom köp av aktier på den öppna marknaden, skaffa sig inflytande i näringslivet. Bakom detta ligger föreställningen att aktieslag med högt röstvärde i mindre utsträckning är till salu och är mer svårtillgängliga för en köpare på aktiemarknaden än aktieslag med lågt röstvärde.

Utredningens sekretariat har mot bakgrund av ovanstående fått i uppdrag att närmare studera svensk och utländsk gällande rätt i denna fråga och att belysa den debatt som förts i ämnet, huvudsakligen i Sverige. Resultaten av denna studie redovisas i denna rapport.

I rapportens andra kapitel redogörs för gällande svensk rätt i fråga om röstvärdesdifferentiering. I det tredje kapitlet redovisas lagstiftarens överväganden i denna fråga vid tillkomsten av såväl nu, som tidigare gällande lagar på området. I kapitel fyra ges en kortfattad översikt över vad som gäller i fråga om röstvärdesdifferenser i utlandet, huvudsakligen i Västeuropa. Kapitel fem behandlar förekomsten av röstvärdesdifferenser i svenska börsbolag och kapitel sex innehåller en studie av omsättningen av aktier med högt röstvärde på Stockholms fondbörs år 1980. I kapitel sju behandlas vissa vanligen förekommande argument för och emot röstvärdesdifferenser och i det åttonde kapitlet diskuteras vissa vidtagna lagstiftningsåtgärder, vilka ofta ansetts neutralisera verkningarna av sådana differenser. I det nionde och avslutande kapitlet görs en sammanfattning av de tidigare kapitlen och redovisas vissa slutsatser.

Det bör redan inledningsvis understrykas att rapporten i första hand behandlar förhållandena i börsbolagen, dvs. bolag vilkas aktier är registrerade vid Stockholms fondbörs. Rapporten medger följaktligen inte att några slutsatser dras om övriga bolag.

2 Gällande svensk rätt

Den nu gällande svenska aktiebolagslagen, ABL, (1975:1385) trädde i kraft den 1 januari 1977. Bestämmelser angående röstvärdesskillnader mellan olika aktieslag återfinns i första hand i lagens 3 kap. 1 §.

Huvudregeln, enligt 3 kap. 1 §, är att alla aktier skall ha lika rätt i bolaget. I bolagsordningen kan dock bestämmas att aktier av olika slag, exempelvis med olika röstvärde, skall finnas eller kunna ges ut. Ingen aktie får emellertid ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för en annan aktie.

Ett viktigt undantag från bestämmelserna i 3 kap. 1 § finns i lagen om införande av aktiebolagslagen (1975:1386). Där stadgas att större differenser mellan röstvärden än 1 till 10, som införts i bolag före ikraftträdandet av 1944 års aktiebolagslag (1 jan. 1948) alltjämt är gällande och att dessa bolag alltjämt får ge ut aktier med de röstvärden som tillkommer redan utgivna aktier. Regeln att ingen aktie får ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för en annan aktie har således praktisk betydelse endast för bolag bildade efter ikraftträdandet av 1944 års aktiebolagslag samt bolag som, ehuru bildade före dess, ej dessförinnan infört bestämmelser om större röstvärdesdifferenser i bolagsordningen.

Av principen att skillnaden i röstvärde mellan olika aktieslag ej får överstiga 1 till 10 följer också att aktier som helt saknar röstvärde inte kan förekomma enligt svensk rätt.

Det är möjligt att låta aktier av visst slag ha lägre eller högre röstvärde i vissa frågor än aktier av annat slag. Exempelvis kan preferensaktier ges ett lägre röstvärde än eljest vid beslut om utdelning.

Det är också möjligt att låta aktier av visst slag få lägre eller högre röstvärde under vissa förutsättningar. Exempelvis kan preferensaktier normalt ha ett visst röstvärde, men få ett högre sådant om inte någon utdelning lämnats under ett visst antal år.

Aktier kan inte ha olika röstvärde beroende på vem som äger dem.

Den av lagen uppställda begränsningen i fråga om röstvärdesdifferensernas storlek skulle enkelt kunna kringgås genom utställandet av aktieslag med olika nominellt värde. Den svenska aktiebolagslagen tillåter emellertid inte ett sådant förfarande, 1 kap. 1 §.

I detta sammanhang måste vi också uppmärksamma de regler i ABL som i diskussionen om röstvärdesdifferentiering ofta ansetts neutralisera verkningarna av en sådan.

Huvudregeln för fattande av beslut på bolagsstämma är att stämmans

beslut utgöres av den mening som fått absolut majoritet, dvs. mer än hälften av de avgivna rösterna eller, vid lika röstetal, den mening ordföranden biträder, 9 kap. 1 §. Regeln om absolut majoritet, beräknad på basis av aktiernas röstvärde, är grundvalen för de skillnader i inflytande som följer av att olika aktieslag ges olika röstvärde.

De regler som ansetts i viss mån neutralisera dessa verkningar är dels regler angående röstmaximum på bolagsstämman, dels regler som innebär att inte bara röstetal utan både röstetal och kapitalandel, eller enbart kapitalandel beaktas vid beslut på stämman.

Regler om röstmaximum återfinns i 9 kap. 3 § 1 st. Paragrafen stadgar: "Ingen kan rösta för egna eller andras aktier för sammanlagt mer än en femtedel av de på stämman företrädda aktierna, om ej annat följer av bolagsordningen". Denna s. k. tjugoprocentsregel är dispositiv, vilket innebär att den kan såväl mildras som skärpas genom bestämmelse i bolagsordningen.[1]

Regler som innebär att inte bara röstetal utan både röstetal och kapitalandel eller enbart kapitalandel beaktas vid beslut på bolagsstämman återfinns på flera ställen i lagen. Kapitalandelsreglerna är en del av det större regelkomplex som brukar betecknas som minoritetsskyddsregler.

De viktigaste exemplen på denna typ av regler återfinns i 9 kap. 14 och 15 §§ och gäller beslut om ändring av bolagsordning. För sådana beslut uppställer lagen, till minoritetens skydd, krav på kvalificerad majoritet. För att skyddet också skall komma de aktieägare till godo som innehar aktier med låga röstvärden, beräknas majoriteten dels på basis av röstetalet, dels på basis av de vid stämman företrädda aktierna eller på basis av bolagets samtliga aktier.[2] Ju mer ingripande förändring av bolagsordningen som beslutet gäller, desto högre är majoritetskravet.

[1] Den lagstadgade maximumregeln tillämpas endast i ca 18 procent av börsbolagen. I ca 64 procent av bolagen är regeln åsidosatt genom bestämmelse i bolagsordningen, med innebörd att rösträtt får utövas för fulla antalet aktier. I resterande 18 procent av bolagen innehåller bolagsordningen bestämmelse som innebär en skärpning i förhållande till lagregeln. Se vidare kapitel 7.

[2] Beräknas majoriteten på basis av bolagets samtliga aktier reduceras också inverkan av frånvaro från stämman.

3 Rättsutvecklingen fram till 1975 års aktiebolagslag

1975 års aktiebolagslag är den femte i detta ämne i Sverige. De föregående härrör från år 1848, 1895, 1910 och 1944. Vi skall i detta kapitel redogöra för hur lagstiftarens syn på röstvärdesdifferentiering förändrats över tiden och hur de idag gällande bestämmelserna vuxit fram. Kapitlet behandlar endast de lagregler som direkt tar sikte på röstvärdesdifferenser, dvs. tidigare motsvarigheter till nuvarande 3 kap. 1 §.

3.1 Röstvärdesdifferentiering enligt 1848, 1895 och 1910 års aktiebolagslagar

De tre första svenska aktiebolagslagarna innehöll inte några inskränkningar i möjligheten att ge ut aktier med olika röstvärde. I 1910 års Allmänna aktiebolagslag 79 § föreskrevs: "Jämte hvad i öfrigt i denna lag är stadgadt om utöfvande af rösträtt och fattande af beslut å bolagstämma gälle,

1. . . . .
2. att hvarje aktie, för vilken rösträtt må utöfvas, berättigar till en röst;
. . . .

I bolagsordningen må kunna intagas bestämmelser afvikande från hvad ofvan under 2 . . . . stadgas;. . ."

Möjligheten att åsätta olika aktieslag skilda röstvärden var alltså obegränsad och så kom rättsläget att förbli till dess vi fick en ny aktiebolagslag år 1944.

3.2 Röstvärdesdifferentiering enligt 1944 års aktiebolagslag

I Lagberedningens förslag till 1944 års aktiebolagslag[1] diskuteras huruvida röstvärdesdifferentiering över huvud taget bör tillåtas och i vilken mån den kan begränsas.

Det huvudsakliga argumentet *mot* en differentiering är, enligt Lagberedningen, att den kan medföra att företagsledningen kommer i händerna på personer som inte bär en ekonomisk risk motsvarande sin

[1] Lagberedningens förslag till lag om aktiebolag m. m., (SOU 1941:8, 9). Hädanefter: Lagberedningen.

makt, "varigenom den regulator på maktutövningen, som ligger i att den maktägandes egna ekonomiska intressen lida av en för företaget skadlig maktutövning, slappas".[1] Argumentet utvecklas inte närmare.

Lagberedningen anger tre argument *för* en differentiering. För det första kan en sådan "möjliggöra en för ett företag nyttig stabilisering av ledningen hos en sakkunnig och lämplig personkrets, som åtminstone i större företag eljest icke skulle kunna behärska majoriteten av aktiekapitalet och därför vore utsatt för risken av överrumplingar från kanske tillfälligt hopsamlade majoritetsposter".[2] För det andra kan en differentiering av röstvärdet mellan olika aktieslag underlätta bolagsbildningar och rekonstruktioner av bolag. Inte heller dessa argument utvecklas närmare av Lagberedningen.

Det tredje argumentet för en differentiering sammanhänger med bestämmelserna i 1916 års lag om vissa inskränkningar i rätten att förvärva fast egendom eller gruva eller aktier i vissa bolag (1916:156), i fortsättningen kallad 1916 års lag, vilken lag avser att utestänga utländska intressen från att äga fast egendom i Sverige.

Utländsk medborgare eller utländsk juridisk person får enligt lag inte utan tillstånd förvärva fast egendom i Sverige. Inte heller svenska aktiebolag vilkas aktier kan förvärvas av utlänningar får utan tillstånd förvärva fast egendom i Sverige. Dock kan svenska aktiebolag undgå förvärvsförbudet genom att i bolagsordningen inta ett s. k. utlänningsförbehåll. Innebörden av ett sådant förbehåll skall vara att utländska rättssubjekt och svenska juridiska personer utan eget utlänningsförbehåll, genom teckning eller överlåtelse får förvärva endast en mindre del av bolagets aktier. Den del av aktierna som på detta sätt fritt får förvärvas kallas fria aktier och måste vid varje tidpunkt representera mindre än en femtedel av det samlade röstvärdet hos bolagets aktier och mindre än två femtedelar av bolagets aktiekapital.

Lagberedningen konstaterar att röstvärdesdifferentiering möjliggör utländska kapitalinvesteringar i svenska aktier i en utsträckning som 1916 års lag annars skulle förhindra.

Sammanfattningsvis konstaterar Lagberedningen att röstvärdesdifferentieringen å ena sidan fyller vissa praktiska ändamål. Å andra sidan kan den medföra en bristande balans mellan makt och risk, vilket i sin tur kan ge utrymme för skadlig maktutövning. Lagberedningen skriver: "Med hänsyn till de praktiska ändamål som sålunda kunna tillgodoses genom systemet med aktier med olika röstvärde lärer det icke böra ifrågasättas att för Sveriges del helt förbjuda detta system. Frågan är blott om och i vad mån lagstiftningen bör begränsa rätten att giva aktier olika röstvärde eller söka i vissa avseenden neutralisera verkningarna av att aktier i ett bolag hava olika röstvärde."[3]

Angående en begränsning av rätten att utge aktieslag med olika röstvärde, skriver Lagberedningen vidare: "Visserligen måste en begränsning, om den skall få verkligt värde från de av beredningen förut anförda synpunkterna, göras tämligen snäv. Å andra sidan bör hänsyn tagas till den frihet, som enligt gällande lagstiftning föreligger i förevarande avseende."[4]

Lagberedningen hade lågt framskridna planer på att föreslå en be-

[1] Lagberedningen, s. 500.

[2] Lagberedningen, s. 500.

[3] Lagberedningen, s. 501.

[4] Lagberedningen, s. 501.

gränsning av den maximalt tillåtna röstvärdesdifferensen till 1 till 5, men stannade slutligen för en kompromiss med innebörd att ingen aktie får ges ut med ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för någon annan av bolagets aktier.[1] Bestämmelsen infördes i 1944 års aktiebolagslag 119 §.

Emellertid kom bestämmelsen att behäftas med ett viktigt undantag. I promulgationsbestämmelserna till lagen föreskrevs i 4 § 12 mom. att aktiebolag som bildats före ikraftträdandet av 1944 års aktiebolagslag (1 januari 1948) och som i bolagsordningen hade bestämmelse om större skillnader i röstvärde än 1 till 10, alltjämt skulle få ge ut aktier med sådana röstvärden.

3.3 Röstvärdesdifferentiering enligt 1975 års aktiebolagslag

Aktiebolagsutredningen (Ju 1961:39) framlade år 1971 förslag till ny aktiebolagslag.[2] Förslaget innebar inte några ändringar i förhållande till gällande rätt beträffande röstvärdesdifferenser.

I näringslivets remissvar[3] föreslogs att större röstvärdesdifferenser skulle tillåtas. Åtminstone borde enligt näringslivet en differens på 1 till 20 vara möjlig. Som skäl därför angavs bl. a. den pågående internationaliseringen av företagarverksamheten och att behovet av att i ökad utsträckning ta utländskt kapital i anspråk för att tillgodose de svenska företagens finansieringsbehov, medförde att bolagen behövde ökat svängrum. En vidgning av de tillåtna relationerna mellan olika aktiers röstvärde skulle, enligt näringslivet, innebära en förbättring av företagens möjligheter att göra nyemissioner utomlands eller ta upp konverteringslån eller lån med optionsrätt till nyteckning på utländska kapitalmarknader.

Med anledning av näringslivets förslag anförde föredragande statsrådet:

"För egen del vill jag först framhålla att det principiellt riktiga är att varje aktie har en röst. Systemet med differentierad rösträtt har emellertid samband med det kontrollsystem beträffande utländskt (utsträckt[4]) inflytande i de svenska bolagen som finns 1916 års lag. Som förut nämnts pågår en allmän översyn av 1916 års lag.[5] Jag är inte beredd att lägga fram förslag som kan föregripa detta utredningsarbete. Jag ansluter mig därför till utredningens förslag att ingen aktie får ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för en annan aktie."[6]

Bestämmelserna i 1944 års lag upptogs sedermera oförändrade i 1975 års ABL, 3 kap. 1 §.

[1] Diskussionen angående en begränsning av röstvärdesdifferenserna till 1 till 5 återfinns opublicerad i Lagberedningens förarbeten till förslaget till 1944 års aktiebolagslag. Riksarkivet, Stockholm. Se vidare kap. 7.

[2] Förslag till aktiebolagslag m. m. (SOU 1971:15).

[3] Gemensamt remissvar från Svenska Arbetsgivareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen, Sveriges Allmänna Exportförening, Sveriges Grossistförbund, Sveriges Industriförbund och Sveriges Köpmannaförbund. SI Dnr 63/1971.

[4] Skrivfel i propositionen, skall vara: utländskt, Förf. anm.

[5] Se avsnitt 7.1. Förf. anm.

[6] Proposition med förslag till lag om aktiebolag m. m., (Prop. 1975:103) s. 225.

4 Gällande utländsk rätt

Den svenska aktiebolagslagens bestämmelser angående röstvärdesdifferenser står i nära överensstämmelse med gällande rätt i exempelvis Danmark och Finland. I förhållande till andra länder föreligger i många fall betydande skillnader. I detta kapitel ges en översikt över rättsläget i frågan om röstvärdesdifferenser i flertalet länder i Västeuropa samt USA, Australien och Japan.[1]

I flera av dessa länder, bl. a. Västtyskland, Frankrike, Belgien, Italien och Holland existerar en speciell bolagsform för mindre bolag, med begränsad ansvarighet för delägarna. Antalsmässigt är denna bolagsform ofta helt dominerande jämfört med aktiebolaget. I exempelvis Västtyskland är antalet aktiebolag, Aktiengesellschaft (AG), ca 2 000, medan över 100 000 bolag drivs som Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH). Denna översikt avser endast den direkta motsvarigheten till svenska aktiebolag. Det bör dock påpekas att möjligheten att differentiera den rösträtt som tillkommer delägarna som regel är större i de mindre bolagen.

Översikten begränsas vidare till utländska motsvarigheter till det svenska stadgandet om aktiers röstvärde i ABL, 3 kap. 1 §. Minoritetsskyddsregler som i olika omfattning kan neutralisera verkningarna av röstvärdesdifferenser förekommer i flertalet länder, men tas här inte upp till särskild diskussion.

Med avseende på tillåtna skillnader i röstvärde kan länderna indelas i tre grupper.[2]

[1] Om ej annat anges bygger framställningen på skriftligen inhämtade uppgifter från Sveriges ambassad i respektive land. Som regel har ambassaden i sin tur skriftligen inhämtat uppgifterna från berörda ministerier.

För tidigare framställningar rörande rättsläget i fråga om röstvärdesdifferenser i utlandet, se Roos, C. M., a. a. och Lagberedningen. Se även Frommel, S. N. och J. H. Thompsson, Company Law in Europe, Kluwer, Deventer, 1975, Rotondi, M., Enquête comparative sur les sociétés par actions, Kluwer, The Netherlands, 1974 samt Hallstein, W., Die Aktienrechte der Gegenwart, Berlin, 1931.

[2] Indelningen hämtad från Roos, C. M., a. a.

I Obegränsad röstvärdesdifferentiering

I länder i grupp I tillåts hur stora röstvärdesdifferenser som helst mellan olika aktieslag. Likaså tillåts utgivande av aktier helt utan röstvärde.

Till denna grupp hör *England.* Den engelska aktiebolagslagen uppställer inte några begränsningar i fråga om storleken på röstvärdesdifferenser mellan olika aktieslag. Några sådana hinder finns i princip inte heller i engelsk "case law".[1] Också aktier helt utan röstvärde tillåts, men restriktioner föreligger i fråga om möjligheten att inregistrera dessa vid London Stock Exchange.[2]

Ett annat europeiskt land i denna grupp är *Portugal,* vars handelslag inte uppställer några begränsningar i möjligheten att utge aktieslag med skilda röstvärden.[3]

USA saknar enhetlig federal aktiebolagslagstiftning; varje delstat har sin egen lagstiftning. Emellertid använder sig delstaterna i större eller mindre utsträckning av en gemensam förlaga, Model Business Corporation Act. Denna förlaga tillåter utgivande av aktier helt utan röstvärde och tillåter också obegränsade röstvärdesdifferenser.[4].

Flertalet delstatslagstiftningar anger att varje aktie skall ha röstvärde, men uppställer inga begränsningar i fråga om storleken på röstvärdesdifferenser. Endast en delstat, Illinois, förbjuder helt utgivande av aktieslag med skilda röstvärden.[5]

Det bör i detta sammanhang emellertid påpekas att den största fondbörsen i USA, New York Stock Exchange, sedan år 1926 inte registrerar aktier i bolag som har utelöpande stamaktieslag helt utan röstvärden eller med starkt reducerade röstvärden. New York-börsen registrerar inte heller preferensaktier som helt saknar röstävrde.[6] Denna mycket restrik-

[1] För vissa undantag, se Rotondi, M., a. a., s. 163.

[2] Frågan om utgivande av aktier utan röstvärde diskuterades ingående av den kommission ("Jenkins-kommissionen") som år 1959 fick parlamentets uppdrag att göra en översyn av den engelska bolagslagstiftningen. Meningarna var starkt delade inom kommissionen. Den föreslog i sitt slutbetänkande emellertid inte några principiella förändringar i fråga om möjligheten att utge aktieslag utan röstvärde. En minoritet av kommissionens ledamöter reserverade sig mot beslutet. Se Report of the Company Law Committee, Cmnd. 1749, London, June 1962, s. 46 f. och s. 207 f.

[3] Codigo Comercial art. 183.

[4] Model Business Corporation Act 16 och 33 §§.

[5] Ill. Rev. Stat., ch. 32, § 157, 28.

Förbudet mot utgivande av aktieslag med skilda röstvärden har emellertid inte helt förhindrat förekomsten av särskilda kontrollaktieslag i Illinois. Förbudet har kringgåtts genom att aktier förenade med endast en rättighet för innehavaren – rösträtt – i stor mängd och till lågt pris sålts till en liten grupp kontrollaktieägare vid bildandet av ett bolag. Innehavet av dessa aktier medför inte några ekonomiska rättigheter men garanterar kontrollen över bolagets förvaltning. Se vidare: Nonequity voting shares – separation of corporate control from ownership: Stroh v. Blackhawk Holding Corp., University of Colorado Law Review 72/73, s. 433.

[6] New York Stock Exchange Company Manual, § A15.

tiva inställning från börsens sida torde i stor utsträckning ha bidragit till att reducera förekomsten av aktieslag med skilda röstvärden i USA.

Också i *Australien* tillåts utgivande av aktier helt utan röstvärde och möjligheten till röstvärdesdifferentiering är obegränsad. Aktiebörserna i Australien registerar emellertid inte aktier utan röstvärde.

II Begränsad röstvärdesdifferentiering

I länder i grupp II tillåts utgivande av aktieslag med olika röstvärden, men den maximalt tillåtna differensen är angiven i lag. I konsekvens med detta tillåts inte aktier helt utan röstvärde. *Sverige,* med en maximalt tillåten differens på 1 till 10, tillhör denna grupp.

I såväl Danmark, Island som Finland förelåg under lång tid obegränsad frihet att differentiera röstvärdet mellan olika aktieslag. Denna frihet inskränktes emellertid under 1970-talet.

Enligt den i *Danmark* fr. o. m. den 1 januari 1974 gällande aktiebolagslagen gäller att samtliga aktier tecknade efter lagens ikraftträdande har röstvärde och att maximalt tillåten röstvärdesdifferens är 1 till 10.[1]

Att varje aktie har röstvärde och att maximalt tillåten röstvärdesdifferens är 1 till 10 gäller också *Island.*[2]

I *Finland* föreskriver den nya aktiebolagslagen, som gäller fr. o. m. den 1 januari 1980, att aktier utan röstvärde inte är tillåtna och att maximalt tillåten röstvärdesdifferens är 1 till 20.[3]

De argument som i lagförarbetena i dessa länder framförts till stöd för en begränsning av röstvärdesdifferenserna stämmer väl överens med de argument som framfördes i samband med att motsvarande begränsningar infördes i 1944 års svenska aktiebolagslag.

I det danska betänkandet från år 1964 påtalas risken att en grupp aktieägare missbrukar röstvärdesdifferentieringen genom att utnyttja en maktposition som inte står i rimlig proportion till den egna ekonomiska risken. Kommissionen ansåg en begränsning av röstvärdesdifferenserna till 1 till 10 ge ett lämpligt skydd mot orimliga rösträttsprivilegier. En mer ingripande begränsning skulle enligt kommissionen stå i strid med "det ofta legitima intresset att bevara den rådande maktfördelningen i ett bolag som måste öka sitt aktiekapital".[4]

I den finska regeringspropositionen från år 1977 anges syftet med en begränsning av röstvärdesdifferenserna till 1 till 20 vara "att hindra att en liten aktieägargrupp, som endast gjort en obetydlig kapitalplacering i bolaget, från att behärska bolaget genom att deras aktier tilldelats ett högre röstetal".[5]

I likhet med bestämmelserna i den svenska aktiebolagslagen gäller också i de tre ovan angivna länderna, att begränsningarna av röstvärdesdifferenserna inte berör aktier utgivna före ikraftträdandet av respektive lag.

Norge har valt en annan väg än övriga nordiska länder när det gäller röstvärdesdifferentiering mellan olika aktieslag. Enligt 1976 års norska aktiebolagslag gäller som huvudregel, liksom i övriga Norden, att varje aktie medför en röst om inte annat följer av lag eller bestämmelser i bolagsordning. Lagen tillåter att i bolagsordningen intas bestämmelser om

[1] Lov om aktieselskaber 17 och 67 §§.

[2] Lög um hlutafélög 65 §.

[3] Lag om aktiebolag 3 kap. 1 § och 9 kap. 3 §.

[4] Betænkning om revision af aktieselskabslovgivningen. Betænkning nr. 362. Köpenhamn, 1964, s. 152 f.

[5] Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till ny lagstiftning om aktiebolag 1977 rd. nr. 27.8518/76 s. 60.

hur stora röstvärdesdifferenser som helst och förbjuder inte heller aktier helt utan röstvärde. En förutsättning för giltigheten av en bestämmelse att vissa aktier skall ha lägre röstvärde än andra är emellertid att antalet ägare av detta aktieslag är och förblir färre än 20.[1] På detta sätt har lagstiftaren velat förhindra att aktier utan röstvärde i större mängd bjuds ut till allmänheten.

III Principiellt förbud mot röstvärdesdifferentiering – med vissa undantag

I länder i grupp III gäller som huvudregel principen "en aktie, en röst". Bestämmelsen är dock i flertalet länder försedd med vissa undantag.

I *Västtyskland* genomfördes redan år 1937 starka begränsningar i rätten att ge ut aktieslag med skilda röstvärden. Begränsningarna motiverades med att "missbruk" förekommit av tidigare obegränsade möjligheter till röstvärdesdifferentiering.[2] Enligt 1965 års aktiebolagslag är aktier helt utan röstvärde inte tillåtna i västtyska aktiebolag, Aktiengesellschaft (AG). Undantag gäller för preferensaktier.[3] Aktieslag med skilda röstvärden är i princip inte heller tillåtna, men undantagsvis kan tillstånd till detta ges av myndigheterna i respektive delstat, i syfte att värna om viktigare samhällsekonomiska intressen. Tillstånd kan medges bl. a. för att avvärja risken för utländsk kontroll av ett visst företag eller för att säkra ett offentligt inflytande i särskilt samhällsnyttiga företag. Några federala bestämmelser om hur stora differenser som får medges finns inte. Exempel finns på differenser av storlek 1 till 50, 1 till 200 och i vissa fall även 1 till 450.

Det bör, som inledningsvis påpekats, noteras att antalet aktiebolag, AG, i Västtyskland endast är ca 2 000. För den betydligt vanligare bolagsformen Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH), föreligger inte några lagstadgade begränsningar i möjligheten att differentiera den rösträtt som tillkommer andelsägarna.

I *Frankrike* avskaffades år 1933 efter en tvåårig övergångsperiod möjligheten att differentiera aktiers röstvärden. Huvudregeln är sedan dess att varje aktie har röstvärdet ett. Undantagsvis kan under vissa förutsättningar dubbel rösträtt medges vissa aktieägare. Förutsättningarna innebär bl. a. att aktierna under mer än två år varit registrerade på samma ägare.[4] Genom denna bestämmelse har lagstiftaren velat ge en favör i form av röstvärdesprivilegier till personer som "på ett varaktigt sätt har intresse i bolaget". Vissa undantag medges också för franska aktiebolag i utlandet och för bolag där franska staten är delägare.

Inte heller i *Belgien* är röstvärdesdifferentiering tillåten. Möjligheten till röstvärdesdifferentiering avskaffades där år 1934.[5]

I *Spanien* gäller enligt 1951 års aktiebolagslag att varje aktie har röstvärdet ett.[6].

I *Italien* gäller som huvudregel att varje aktie har röstvärdet ett. Preferensaktier utan röstvärde är emellertid tillåtna.[7] Fr. o. m. år 1974 kan de börsnoterade italienska bolagen också utge s. k. "sparaktier" (azionii di risparimio), vilka inte är förenade med rösträtt.[8]

[1] Lov om aksjeselskaper § 9–3.

[2] Hueck, A., Gesellschaftsrecht, Dreizehnte Auflage, München und Berlin, 1965, s. 109 f. och s. 161 f.

[3] Aktiengesetz 12 och 139 §§.

[4] Loi du 24 juillet 1966 sur les socitétés commerciales, art. 175.

[5] Code de commerce art. 70 bis., 74, 75 och 76.

[6] Ley de Sociedades Anónimas, art. 38.

[7] Codice Civile art. 2348 och 2351.

[8] Lesse No 216 1974-06-07.

Aktiebolagslagstiftningen i *Holland* föreskriver att varje aktieägare har minst en röst. Aktier med olika röstvärde tillåts i princip inte, men röstvärdet kan variera till följd av att aktier kan utges med olika nominellt värde och röstvärdet knyts till aktien oberoende av dess nominella värde.[1] I Holland förekommer också att begränsningen av röstvärdesdifferentieringen sätts ur spel genom införande av s. k. oligarkiska klausuler i bolagsordningen.[2]

Japan tillämpar principen "en aktie, en röst", men medger utgivande av preferensaktier utan röstvärde.[3]

[1] Civil Code, Book II, art. 118.

[2] Se Frommel, S. N. och J. H. Thompsson, a. a., s. 402.

[3] Commercial Code 199 och 241 §§.

5 Förekomsten av röstvärdesdifferenser i svenska börsbolag

Vid beskrivning av förekomsten av röstvärdesdifferenser i svenska aktiebolag är det av intresse att studera dels i vilken utsträckning sådana differenser föreligger i dag, dels i vilken mån antalet respektive andelen bolag med röstvärdesdifferenser ökat eller minskat över tiden.

I detta kapitel behandlas dessa frågor i första hand med avseende på situationen i *börsbolagen.*[1] Några slutsatser angående de svenska aktiebolagen i sin helhet kan inte dras ur materialet.

Den första undersökning vi har att tillgå på detta område avser förhållandena år 1934. Undersökningen är utförd av Statistiska Centralbyrån på uppdrag av Lagberedningen och redovisas, dessvärre mycket knapphändigt, i motiven till förslaget till 1944 års aktiebolagslag. Resultaten visar att röstvärdesdifferenser detta år förekom i 1,8 procent, 246 stycken, av de svenska aktiebolagen och att sådana differenser var relativt sett vanligare i större bolag. Någon uppdelning i dåvarande börs- respektive icke-börsbolag redovisas inte av Lagberedningen och någon sådan uppdelning medger inte heller primärmaterialet.[2]

Undersökningsresultaten visar en mycket stor variation i fråga om vilket röstvärde som tillerkänts aktierna i de bolag där differentierade röstvärden förekommer. Fördelningen av 262 aktieslag med annat röstvärde än 1 år 1934 framgår av tabell 5.1.

Den första undersökning vi har att tillgå angående förekomsten av röstvärdesdifferenser i börsbolag är utförd av Birger Möller och avser förhållandena år 1959. Möllers resultat visar att röstvärdesdifferenser detta år förekom i 23 av 103 bolag, vilkas aktier var noterade på börsens A-lista, dvs. i 22 procent av dessa bolag. I 10 av bolagen var skillnaden i röstvärde hänförlig till en uppdelning i stam- och preferensaktier. Undersökningen omfattade inte bolag vilkas aktier var noterade på fondhandlarlistan.[3]

Koncentrationsutredningen (Fi 1962:37) gjorde en liknande studie av förhållandena ett par år senare. Resultaten visar att år 1963 förekom röstvärdesdifferenser i 34 av 143 bolag, vilkas aktier var noterade på börs- respektive fondhandlarlistan, dvs. i 24 procent av dessa bolag. I 15 av bolagen var differensen större än 1 till 10. Åtta bolag hade differensen 1 till 1 000. Någon uppdelning i stam- respektive preferensaktier redovisas inte.[4]

Med utgångspunkt i förhållandena den 2 januari 1981 har vi undersökt i vilken utsträckning röstvärdesdifferenser förekommer i börsbola-

[1] Med börsbolag avses, där inte annat anges, bolag vilkas aktier är inregistrerade vid Stockholms fondbörs.

[2] Primärmaterialet är klassificerat efter aktiekapitalets storlek. De enskilda bolagen är inte identifierbara. Avgående skrivelser 1937, BI a: 180, Statistiska Centralbyrån, Stockholm.

[3] Möller, B., Svensk aktiemarknad, Göteborg, 2:a uppl., 1962, s. 108 f.

[4] Ägande och inflytande inom det privata näringslivet. Koncentrationsutredningen V, (SOU 1968:7), s. 99 f.

Tabell 5.1 Röstvärdesdifferenser i svenska aktiebolag 1934[a]

Aktieslag med röstvärde	Antal
1/100 000	1
1/5 000	1
1/1 333	1
1/1 000	25
1/120	1
1/100	18
1/50	1
1/36	1
1/20	3
1/10	25
1/5	5
1/4	4
1/3	5
1/2,5 och 1/1,67	1
1/2	14
2	56
3	19
4	6
5	15
9	1
10	24
12	2
20 och 24	6
50	1
100	7
1 000	3
Summa	262

[a] I vissa bolag förelåg mer än ett aktieslag med annat röstvärde än ett, varför antalet aktieslag (262 st.) överstiger antalet bolag med röstvärdesdifferenser (246 st.).

gen. Resultaten visar att i 75 av 123 bolag, dvs. i 61 procent av börsbolagen finns i dag minst två utelöpande aktieslag med olika röstvärden. I ytterligare 7 bolag innehåller bolagsordningen bestämmelse att aktieslag med olika röstvärden skall kunna ges ut, men så har i praktiken inte skett. I 8 av ovanstående 75 bolag är skillnaden i röstvärde hänförlig enbart till en uppdelning i stam- och preferensaktier. I resterande 67 bolag, dvs. i 54 procent av alla börsbolag, föreligger röstvärdesdifferenser mellan olika slag av stamaktier.[1]

Den oftast förekommande differensen är i dag 1 till 10. Av de 67 bolag som har röstvärdesdifferenser mellan olika slag av stamaktier har 56 differensen 1 till 10. 3 stycken har differensen 1 till 5, ett har differensen 1 till 100 och 7 bolag har differensen 1 till 1 000. De bolag som i dag har differensen 1 till 1 000 mellan olika slag av stamaktier är Alfa-Laval, Electrolux, Ericsson L M, Holmens Bruk, Nife Jungner, SKF och Swedish Match.[2]

Jämför vi resultaten av vår egen undersökning med de båda tidigare, kan vi konstatera att såväl antal som andel börsbolag med röstvärdesdifferenser stigit kraftigt under de senaste tjugo åren. År 1963 förekom röstvärdesdifferenser i 24 procent av de dåvarande börsbolagen. År 1980 är motsvarande andel mer än dubbelt så stor, 61 procent. Bruket av preferensaktier med annat röstvärde än stamaktier har varit konstant under

[1] Se bilaga 1, tabell 1.

[2] Dessa sju bolag, svarade under år 1980 för ca 16 procent av den totala börsomsättningen.

denna period, varför ökningen av andelen bolag med röstvärdesdifferenser helt kan tillskrivas ett ökat bruk av sådana differenser mellan olika slag av stamaktier. Ökningen förklaras till stor del av att röstvärdesdifferenser varit vanliga i de bolag som under perioden ifråga introducerats på börsen. Under perioden år 1963–1979 introducerades 28 bolag med röstvärdesdifferenser, medan antalet bolag med differentierade röstvärden som avfördes från börslistorna var litet.[1]

Jämförelsen visar också på en minskad variation i fråga om det röstvärde som olika aktieslag tillerkänns. År 1934 hade vi ett mycket brett spektrum av röstvärden i de svenska aktiebolagen, från 1/100 000 röst per aktie till 1 000 röster per aktie. År 1963 hade 15 börsbolag större skillnader i röstvärde än 1 till 10. Idag har vi i börsbolagen i stort sett bara två andra röstvärden än 1, nämligen 1/10 och 1/1000. Nio börsbolag har större skillnader i röstvärde än 1 till 10.

Bland de bolag som utställt aktieslag med skilda röstvärden har systemet brukats i olika omfattning. Som regel är dock aktier med lågt röstvärde utgivna i sådan utsträckning att det i bolaget föreligger en kraftig förskjutning av röstförhållandet jämfört med vad som skulle vara fallet om samtliga aktier hade lika röstvärde.

[1] Se vidare kapitel 7.

6 Omsättningen av aktier med högt röstvärde på Stockholms fondbörs under perioden 1980-01-01–1980-12-31

En del av den kritik som under senare tid riktats mot systemet med differentierade röstvärden har gällt svårigheten för köpare på aktiemarknaden, exempelvis framtida löntagarfonder, att skaffa sig röstinflytande i bolag med detta system. Den bakomliggande hypotesen är att aktier med högt röstvärde i mindre utsträckning är till salu och är mer svårtillgängliga för köpare på marknaden än aktier med lågt röstvärde.

För att få en uppfattning om i vilken utsträckning det förekommer handel i aktier med högt röstvärde har vi, under perioden 1980-01-01–1980-12-31, studerat omsättningen på Stockholms fondbörs av de aktier vilka 1981-01-02 var noterade på Stockholms fondbörs A I- respektive A II-lista.[1]

Sedan januari månad 1980 gäller vid fondbörsen skärpta regler rörande anmälan av affärer vid sidan av uppropet. För samtliga börsmedlemmar gäller att affärer som görs på efterbörsen eller utanför börsen om minst en börspost, måste anmälas till fondbörsen.[2] Detta medför att den av fondbörsen löpande publicerade omsättningsstatistiken tillsammans med efterbörsstatistiken nu kan beräknas omfatta ca 70 procent av den totala omsättningen av börsregistrerade aktier.

Vid genomgång av statistiken har vi att skilja på huvudsakligen tre olika relationer mellan Stockholms fondbörs och det berörda bolaget:[3]

I Bolaget har vid börsen inregistrerat varje aktieslag för sig, dvs. A- respektive B-aktier är på börslistan särnoterade.

II Bolaget har vid börsen inregistrerat samtliga aktieslag gemensamt, dvs. A- och B-aktier samnoteras. Till denna grupp hänförs också de fall där fria respektive bundna aktier inregistrerats var för sig, utan att A- och B-aktier särskiljts.

III Bolaget har vid börsen inregistrerat endast endera aktieslag med högt eller med lågt röstvärde, dvs. endast A- eller endast B-aktier noteras.

Av de 67 bolag på A I- respektive A II-listan som har stamaktieslag med olika röstvärden, har 19 stycken inregistrerat varje aktieslag för sig och dessa särnoteras på börslistan. Bland dessa 19 bolag återfinns de sju bolag som har röstvärdesdifferensen 1 till 1 000.

I 24 bolag har inregistrering skett av samtliga bolagets aktieslag utan

[1] Kurser på aktier inregistrerade vid Stockholms fondbörs noteras dagligen på A I- respektive A II-listan. Aktier som noteras på A I-listan har en större spridning än aktier som noteras på A II-listan.

[2] Börsposternas storlek varierar och utgör på A I-listan 50 eller 100 aktier.

[3] En kortfattad presentation av reglerna för inregistrering av aktier vid Stockholms fondbörs ges i bilaga 2.

uppdelning i A- respektive B-aktier, eller har inregistrering skett av fria respektive bundna aktier utan att A- och B-aktier särskiljts. För dessa 24 bolag samnoteras A- och B-aktier på börslistan.

I resterande 24 bolag som har stamaktieslag med olika röstvärden, har endast aktieslag med lågt röstvärde inregistrerats och följaktligen är endast detta aktieslag noterat på börslistan.

En uppdelning av de 67 bolagen i ovanstående tre grupper får följande utseende:

Grupp I: Omsättningen kan studeras för aktieslag med högt respektive lågt röstvärde var för sig.

AGA
Alfa-Laval
Beijerinvest
Boliden
Custos
Electrolux
Ericsson L M
Fagersta
Holmens Bruk
Marabou
Mo & Domsjö
Monark
Munksjö
Nife Junger
Saba
Sandvik
SKF
Sw. Match
Sydkraft

Grupp II: Omsättningen kan endast studeras för aktieslag med högt respektive lågt röstvärde gemensamt.

ABV
Ahlsell
Alcro
Asken
Becker
Edstrand
Esselte
FABEGE
Fortia
Hevea
Independent Leasing
Industrivärden
Kinnevik
Korsnäs-Marma
Pilen
PLM
Prospector
Ratos
SCA
SkåneGripen
Skånska Banken
Transatlantic
Volvo
Åkermans

Grupp III: Omsättningen kan studeras endast för aktieslag med lågt röstvärde. Aktieslag med högt röstvärde noteras ej.

AEG
B et B. Finans
Bergman & Beving
Bulten-Kanthal
Cementgjuteriet
DN
Eken
Eldon
Fagerhult
Faluhus
Företagsfinans
Grafoprint
Hennes & Mauritz
Hexagon
Hufvudstaden
Perstorp

Promotion	Skrinet
S & Stohne	Säfveån
Saléninvest	Trelleborg
Scansped	Wigral

Omsättningen av aktier med högt röstvärde i grupp I

I tabell 6.1 redovisas bl. a. omsättningen av aktier med högt röstvärde på fondbörsen under vår mätperiod, i bolag i grupp I. Vid tolkning av tabellen bör, förutom att mätperioden är relativt kort, bl. a. följande fakta beaktas.

Tabellen anger endast den omsättning av aktier som skett på eller anmälts till Stockholms fondbörs. Börsstatistiken täcker, som tidigare påpekats, ca 70 procent av den totala omsättningen av börsnoterade aktier.

Tabell 6.1

Bolag	Röstetal A-aktier % av tot. röstetal	Antal A-aktier % av tot. antalet aktier	Oms. av A-aktier % av tot. oms.	Oms. av A-aktier % av tot. antal A-aktier	Oms. av B-aktier % av tot. antal B-aktier	Betalkurs A-aktier medeltal 1980	Betalkurs B-aktier medeltal 1980
	1	2	3	4	5	6	7
AGA	98	82	38	7	44	177	167
Alfa-Laval	99,9	51	35	8	16	123	124
Beijerinvest	24	3	0,03	0,04	40	207	165
Boliden	98	91	86	44	74	273	309
Custos	97	75	80	15	11	184	182
Electrolux	98	4	0,01	0,04	10	142	94
Ericsson L M	99	11	2	3	15	96	94
Fagersta	88	42	17	16	55	91	86
Holmens Bruk	99,9	61	24	3	16	114	112
Marabou	83	33	11	4	16	135	127
Mo & Domsjö	80	45	10	6	47[a]	107	112
Monark	93	57	–[b]	17	–[b]	–[b]	–[b]
Munksjö	80	29	16	16	33	29	37
Nife Jungner	80	8	6	40	55	175	77
Saba	95	67	–[c]	–[c]	–[c]	–[c]	–[c]
Sandvik	99	87	82	6	9	205	204
SKF	99,9	55	21	9	41	73	74
Sw. Match	99.6	19	3	4	34	103	92
Sydkraft	95	65	–[d]	–[d]	–[d]	–[d]	–[d]

[a] Inkluderar A 1- och B 1-aktier.

[b] B-aktierna i Monark var under mätperioden noterade på fondhandlarlistan. Tillförlitlig omsättningsstatistik saknas.

[c] Ej börsnoterat under mätperioden.

[d] Sydkrafts aktier var under mätperioden noterade på fondhandlarlistan. Tillförlitlig omsättningsstatistik saknas.

När det gäller handel med börsnoterade aktier utanför börsen finns det emellertid skäl att tro att sådan handel är relativt sett vanligare med A- än med B-aktier.

Tillgänglig statistik ger inte besked om hur många gånger under perioden som en och samma aktie omsatts.

Tabellens kolumn 1 visar hur stor andel av det totala röstetalet för respektive bolags aktier som är hänförlig till aktieslag med högt röstvärde, A-aktier. Med ett undantag är den siffran över 80 procent. I 13 av de 19 bolagen är siffran över 90 procent.

Kolumn 2 visar hur stor andel av aktiekapitalet som A-aktierna svarar för. Siffrorna är genomgående lägre än siffrorna för A-aktiernas andel av röstvärdet. I extremfallet Electrolux svarar A-aktierna för 4 procent av aktiekapitalet, men 98 procent av det totala röstetalet.

Kolumn 2 kan också ställas i relation till kolumn 3 som visar omsättningen av A-aktier i procent av den totala aktieomsättningen i respektive bolag. Därvid framkommer att A-aktierna genomgående omsätts i mindre omfattning än vad som skulle vara fallet om omsättningen av A- och B-aktier var jämnt fördelad i relation till antalet aktier av respektive aktieslag. Ett undantag finns, Custos. Extremfallet är även i detta avseende Electrolux där A-aktiernas andel av det totala antalet aktier är 4 procent, men där omsättningen av A-aktier endast utgör en tiondels promille av den totala omsättningen.

I kolumn 4 och 5 visas omsättningen av A- och B-aktier i relation till det totala antalet aktier av respektive aktieslag. För flertalet bolag gäller att antalet A-aktier som omsätts via fondbörsen i relation till det totala antalet A-aktier är betydligt lägre än motsvarande relation för B-aktier. Extremfallet är Beijerinvest där endast fyra tiondels promille av A-aktierna omsattes via eller anmäldes till börsen under ifrågavarande period, men där 40 procent av B-aktierna omsattes på detta sätt.

Kolumn 6 och 7 anger den genomsnittliga betalkursen för A- respektive B-aktier under mätperioden. För flertalet bolag i grupp I gäller att aktier med höga röstvärden i genomsnitt betingat ett högre pris under år 1980 än aktier med låga röstvärden. Det finns emellertid undantag från denna tendens. I vissa bolag är omsättningen av aktier med högt röstvärde också så låg att någon rättvisande kurs inte kan anses föreligga. En sådan skulle kunna framkomma i samband med en större affär i bolagets aktier.[1]

Omsättningen av aktier med högt röstvärde i grupp II

För bolag i grupp II gäller att aktier med högt respektive lågt röstvärde noteras gemensamt. En köpare av exempelvis ett tusen ABV-aktier vet således inte på förhand hur stor andel av aktierna som är A- respektive B-aktier. Det finns möjlighet att anmäla sitt köpintresse enbart för ett visst aktieslag och på så vis köpa t. ex. enbart A-aktier, men köpet särnoteras inte på börslistan.

Vi har följaktligen inte någon möjlighet att på basis av börsstatistiken uttala oss om omsättningen av respektive aktieslag i dessa bolag.

[1] Se t. ex. kursuppgången på A-aktierna i Fagersta under juli månad år 1981.

Genom att studera frekvensen A-aktier i aktieposter som köps på börsen utan att köparen anger vilket aktieslag som önskas, skulle vi kunna få en uppfattning om omsättningen av A-aktier även i grupp II. Emellertid visar det sig vara svårt att finna en större köpare på börsen som låter slumpen avgöra om köpet skall avse A- eller B-aktier och som dessutom i sin egen redovisning särskiljer innehav av A- respektive B-aktier.

En köpare som gjort på detta sätt vid köp av aktier i vissa bolag är fjärde AP-fonden. Det rör sig emellertid endast om ett fåtal bolag. Fyra bolag där fjärde AP-fonden köpt aktier på detta sätt är ABV, Fortia, Ratos och SCA. Vi redovisar här fondens aktieinnehav i dessa bolag per den 31 december 1980.[1]

Tabell 6.2 Fjärde AP-fondens aktieinnehav i fyra börsbolag

Företag	Aktieslag	Antal aktier	Andel av röstetal (%)	Andel av aktiekap. (%)
ABV	A	56 467	7,6	10,2
	B	106 434		
Fortia	A	3 988	3,6	8,8
	B	216 867		
Ratos	A	136 672	6,4	7,8
	B	145 045		
SCA	A	96 341	2,3	3,3
	B	297 523		

Genomgående gäller att fonden vid "opreciserade" köp av aktier i de fyra bolagen, fått en lägre andel aktier med högt än med lågt röstvärde. Detta kan tyda på att börsomsättningen av aktier med högt röstvärde är lägre än börsomsättningen av aktier lågt röstvärde, även i grupp II. Materialet är emellertid alltför litet för att några säkra slutsatser skall kunna dras.

Omsättningen av aktier med högt röstvärde i grupp III

Som vi tidigare påpekat karakteriseras företagen i grupp III av att endast aktier med lågt röstvärde är börsregistrerade. Aktier med högt röstvärde i dessa bolag säljs normalt inte via börsen. I vilken utsträckning de omsätts vid sidan av börsen är svårt att uttala sig om. Genomgående gäller dock att antalet ägare av A-aktier i dessa bolag är mycket litet, vilket kan indikera en låg omsättning.

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att under perioden 1980-01-01–1980-12-31 var omsättningen av A-aktier på Stockholms fondbörs i de bolag för vilka A- och B-aktier noteras var för sig, genomgående lägre än omsättningen av B-aktier. Detta gäller om vi jämför omsättningen av A- respektive B-aktier med totalomsättningen av aktier i respektive bolag. Det gäller också om vi jämför relationen mellan A-aktieomsättningen och det totala antalet A-aktier med motsvarande relation för B-

[1] Allmänna Pensionsfonden Fjärde fondstyrelsen. Årsredovisning 1980.

aktierna i varje bolag. Ingenting tyder på att omsättningen av A-aktier är högre när det gäller bolag för vilka A- och B-aktier samnoteras eller när det gäller bolag för vilka endast ett aktieslag noteras.

Den iakttagna lägre omsättningen av A-aktier innebär emellertid inte att dessa aktier generellt är mer svårtillgängliga för en köpare än B-aktier. Situationen varierar från bolag till bolag och tillgängligheten är alltid beroende av det pris köparen är villig att betala.

Om vi med en låg tillgänglighet avser att priset är högt kan vi konstatera att tillgängligheten på A-aktier i vissa bolag, t. ex. Electrolux, är mycket begränsad. För att kunna köpa annat än från inflytandesynpunkt helt marginella, aktieposter i Electrolux måste köparen vara beredd att betala ett mycket högt pris per aktie. I andra bolag, t. ex. Boliden, är tillgängligheten på A-aktier betydligt större.

Hur mycket priset på A-aktier överstiger priset på B-aktier och tillgängligheten i denna bemärkelse minskar, beror bl. a. på i vilken mån säljaren har ett kontrollintresse i bolaget som baseras på innehav av A-aktier.

7 Argument för och emot röstvärdesdifferentiering

Vi skall i detta kapitel redogöra för de argument som i debatten anförts för och emot röstvärdesdifferentiering och granska dessa närmare. Kapitlet tar i första hand sin utgångspunkt i den debatt i ämnet som förts i Sverige.

7.1 Argument för röstvärdesdifferentiering

Huvudsakligen har det i debatten förekommit fyra argument *för* röstvärdesdifferenser. Dessa rör:

- preferensaktier
- utlänningsförbehåll enligt 1916 års lag
- bildande, expansion och rekonstruktion av bolag
- stabilitet i företags ledning

Preferensaktier är aktier som har företrädesrätt framför övriga bolagets aktier (stamaktier) vad beträffar bolagets tillgångar och vinst. En vanlig typ av företräde är att viss bestämd utdelning skall ges på preferensaktierna innan utdelning ges på stamaktierna. Preferensaktieägaren har därigenom ansetts bära en mindre ekonomisk risk än stamaktieägaren och i överensstämmelse med principen att makten i bolaget skall stå i förhållande till risken, har det därför ofta ansetts rimligt att preferensaktierna åsätts ett lägre röstvärde än övriga aktier.[1, 2] Utomlands är det vanligt att preferensaktier helt saknar röstvärde.

I Sverige har preferensaktiesystemet en ringa utbredning. Endast i 8 av de 74 börsbolag som har röstvärdesdifferenser är dessa differenser hänförbara enbart till en uppdelning i stam- och preferensaktier. Antalet preferensaktier är dessutom som regel mycket litet i förhållande till antalet stamaktier i respektive bolag.[3]

Förekomsten av röstvärdesdifferenser mellan stam- och preferensaktier är därför, enligt vår mening, av begränsat intresse vid en diskussion om inflytandestrukturen i det svenska näringslivet och tas här inte upp till ytterligare behandling. Innebörden av principen, att makten skall stå i förhållande till risken diskuteras i avsnitt 7.2. Det bör dock redan nu observeras att det anförda argumentet för röstvärdesdifferenser mellan stam- och preferensaktier inte automatiskt också utgör ett argument för sådana differenser mellan olika slag av stamaktier.

[1] Se bl. a., Nial, H., Till frågan om kontrollen över aktiebolags förvaltning, Ekonomen, 1932, Nr 6.

[2] Ett lägre röstvärde på preferensaktierna kan också motiveras med att preferensaktieägarna inte skall kunna diktera bolagets utdelningspolitik. Jfr Rodhe, K., Aktiebolagsrätt. Enligt 1975 års aktiebolagslag, Stockholm 1981, 10 uppl., s. 124.

[3] Se bilaga 1, tabell 3 och 4, Se även Ägande och inflytande inom det privata näringslivet. Koncentrationsutredningen V, (SOU 1968:7), s. 99.

1916 års lag stadgade i sin ursprungliga lydelse bl. a. att svenska aktiebolag, vilkas aktier kunde förvärvas av utlänningar, fick förvärva fast egendom endast efter särskilt tillstånd. Förvärvsförbudet kunde dock, som ovan nämnts, åsidosättas genom att bolaget i bolagsordningen intog ett s. k. utlänningsförbehåll av visst innehåll. Förbehållet skulle gå ut på att andelen fria aktier, dvs. aktier som kan förvärvas av utländska rättssubjekt eller svenska juridiska personer utan eget utlänningsförbehåll, aldrig fick överstiga vad som motsvarade en femtedel av röstvärdet för samtliga bolagets aktier.

Lagens syfte var att förebygga att svenska företag i ännu större utsträckning än vad som dittills varit fallet, kom under utländskt inflytande.[1] Emellertid kom lagens bestämmelser att leda till att systemet med differentierade röstvärden blev allt vanligare och att bolag gav ut aktier med mycket stora skillnader i röstvärde. Flertalet av de börsbolag som i dag har differensen 1 till 1 000 torde ha infört dessa differenser mot bakgrund av bestämmelserna i 1916 års lag.

År 1934 skärptes 1916 års lag. Fr. o. m. detta år gäller att utlänningsförbehållet skall gå ut på att de fria aktierna vid varje tidpunkt skall representera mindre än en femtedel av det samlade röstvärdet hos bolagets samtliga aktier *och* mindre än två femtedelar av aktiekapitalet. Syftet med skärpningen av lagen var att hindra utländska rättssubjekt från ett alltför stort inflytande baserat på ägande av kapital i svenska bolag.[2, 3]

Den lydelse som lagen erhöll år 1934 och som alltjämt är gällande innebär att lagen ensam inte kan motivera större skillnader i röstvärde än 1 till 3, räknat i heltal. Att en begränsning av röstvärdesdifferenserna till 1 till 3 inte skulle stå i strid med denna nya lydelse av 1934 års lag uppmärksammades redan av Lagberedningen i förarbetena till 1944 års aktiebolagslag.[4]

Som tidigare påpekats diskuterade Lagberedningen en begränsning av röstvärdesdifferenserna till 1 till 5. Bl. a. av hänsyn till den totala frihet som fanns i frågan före 1944 års lag stannade Lagberedningen emellertid för kompromissen 1 till 10.

År 1973 tillsattes en statlig utredning (utredningen om utländska övertaganden av svenska företag, Ju 1973:17) med uppgift att med utgångspunkt i vissa bestämmelser i 1916 års lag överväga ett generellt system för kontroll av utländsk företagsetablering och utlandsägda företags verksamhet i Sverige. Utredningen avlämnade sitt slutbetänkande år 1978.[5] I detta berör utredningen kortfattat frågan om röstvärdesdifferenser och uppmärksammar särskilt frågan huruvida den högsta tillåtna skillnaden i röstvärde bör begränsas till relationen 1 till 3. Utredningen skriver:

"Utredningen anser det ligga utanför dess uppdrag att allsidigt pröva och ta ställning till frågan om vilka rösträttsregler som aktiebolagslagen bör innehålla. Utredningen nöjer sig med att söka belysa denna fråga endast utifrån det intresse svenska aktiebolag med utlänningsförbehåll kan ha av att utnyttja de möjligheter till utländsk kapitalinvestering som 1916 års lag erbjuder och som enligt vad i det föregående utvecklats bör stå till buds även framgent.

[1] Se bl. a. Köersner, A., Lag om vissa inskränkningar i rätten att förvärva fast egendom eller gruva eller aktier i vissa bolag. Meddelanden från Sveriges Industriförbund, 1916, Nr 13.

[2] Proposition med förslag till lag ang. ändrad lydelse av 2 § lagen den 30 maj 1916 (nr 156) om vissa inskränkningar i rätten att förvärva fast egendom eller gruva eller aktier i vissa bolag, m. m., (Prop. 1934:217), s. 14 f.

[3] Kritik mot lagskärpningen framförd bl. a. i Rodhe, K., Vem bestämmer i de stora aktiebolagen? Ekonomisk Revy, 1950, s. 287. Återfinns även i Rodhe, K., Aktiebolagsrätt. Enligt 1975 års lag om aktiebolag, Stockholm, 1981, 10 uppl., s. 155.

[4] Lagberedningen, s. 501.

[5] Kontroll av utländsk företagsetablering i Sverige m. m., (SOU 1978: 73). Betänkandet har ännu ej föranlett någon regeringsproposition.

Med hänsyn till att statsmakterna genom antagandet av 1975 års aktiebolagslag avvisade tanken på att införa en möjlighet till större rösträttsdifferentiering än som svarar mot förhållandet 1–10[1] får den aktuella frågeställnigen anses gälla om det kan vara lämpligt att – som föreslagits i den tidigare nämnda riksdagsmotionen[2] ersätta aktiebolagslagens nuvrande regel med en regel av innebörd att ingen aktie får ha ett röstvärde som överstiger tre gånger röstvärdet för annan aktie. Härvidlag är att märka att den ifrågasatta minskningen av möjligheterna till rösträttsdifferentiering i allmänhet är helt tillräcklig för att ett aktiebolag skall kunna utge fria aktier upp till en 40-procentgräns utan att överskrida 20-procentgränsen för de fria aktiernas andel av röstetalet för bolagets samtliga aktier. Det bör dock anmärkas att, om ett aktiebolag redan tagit i anspråk viss del av den tillåtna kvoten för fria aktier, en 1:3-regel i vissa fall kan till skillnad från en 1:10-regel, inkräkta på möjligheterna att fullt ut utnyttja det återstående utrymmet. Huvudinvändningen mot en övergång till en 1:3-regel hänför sig paradoxalt nog till samma fråga som utgör grunden för motionsyrkandet, nämligen frågan om maktkoncentration. Ett syfte med bestämmelserna i 1916 års lag är att uppnå en maktkoncentration i den meningen att det röstmässiga inflytandet över bolaget i görligaste mån skall förbehållas det svenska kapitalet. Detta syfte skulle motverkas genom en begränsning av möjligheterna till rösträttsdifferentiering. Ett tvång att utge 1:3-aktier i stället för 1:10-aktier skulle nämligen leda till att möjligheterna till utländsk kapitalförsörjning skulle förbli oförändrade eller i marginella fall minska samtidigt som ett fullt utnyttjande av dessa möjligheter skulle medföra en kraftig ökning av det utländska inflytandet.[3] Från den begränsade intressesynpunkt utredningen har att bevaka är detta inte en önskvärd utveckling.

Med hänsyn till det anförda förordar utredningen att de nuvarande rösträttsreglerna behålls oförändrade".[4]

Det citerade resonemanget visar att en bestämmelse att röstvärdesdifferenser inte får överstiga 1 till 3, inte skulle hindra bolagen från ett maximalt utnyttjande av 1916-års lag, enligt dess ordalydelse. En ägare av 40 procent av aktiekapitalet i ett visst bolag får två elftedelar av det totala röstetalet om röstvärdesdifferensen är 1 till 3 – allt under förutsättning att innehavet bara utgörs av aktier med det lägre röstvärdet. En begränsning av ägarandelen till 40 procent innebär således att röstandelen i detta fall aldrig kan komma upp till en femtedel.

Genom jämförelse mellan börsbolagens aktieutedlningar till svenska rättsubjekt år 1979 och den totala utdelningen i respektive bolag samma år, har vi gjort en uppskattning av hur stor andel av aktiekapitalet i börsbolagen som är utlandsägd.[5] Resultaten tyder på att i ca två tredjedelar av börsbolagen är den utlandsägda andelen av aktiekapitalet fem procent eller mindre. I mindre än tio procent av börsbolagen torde den utlandsägda andelen överstiga tio procent.[6,7] Den utlandsägda andelen av börsbolagens aktiekapital är således i praktiken så låg att ett enhetligt röstvärde på aktierna i flertalet bolag i dagens situation inte skulle medföra något avgörande utländskt inflytande. Det kan emellertid inte uteslutas att den låga utlandsägda andelen delvis är en följd av just röstvärdesdifferentieringen och att utländska köpares intresse av svenska aktier skulle öka vid ett enhetligt röstvärde på aktierna.

Röstvärdesdifferenser har i debatten ibland ansetts underlätta *bildande och rekonstruktion av bolag*[8] Argumentet framförs bl. a. i Lagberedningens förslag till 1944 års aktiebolagslag. På vilket sätt röstvärdesdifferenser skulle underlätta dessa processer är inte uttalat. Roos skriver i

[1] Se avsnitt 3.3 (förf. anm.).

[2] Riksdagsmotion 1975/76:2112 (förf. anm.).

[3] "Antag att ett bolag med 1 000 aktier önskar helt utnyttja utlänningsförbehållets möjligheter och sålunda låta de fria aktiernas antal vara 399. Med den nuvarande 1:10-regeln betyder det att röstetalet för de fria aktierna inte behöver utgöra mer än 6,2 procent av röstetalet för bolagets samtliga aktier. Denna andel skulle emellertid nära tredubblas till 18,2 procent, om en 1:3-regel måste tillämpas."

[4] Kontroll av utländsk företagsetablering i Sverige m. m., (SOU 1978: 73), s. 410 f.

[5] Uppgifterna hämtade ur opublicerad statistik över aktieutdelningar 1979 redovisade enligt 18 a-uppgifter till Riksskatteverket. Riksskatteverket, Solna.

[6] Se bilaga 1, tabell 5.

[7] En tidigare undersökning av mindre omfattning utförd av VPC redovisas i Kapitalmarknaden i svensk ekonomi, bilaga 3, (SOU 1978:13), s. 92 f.

[8] Argumentet används också till försvar för system med aktier helt utan röstvärde, se bl. a. Gomard, B., Aktieselskabsret, Köpenhamn, 1970, s. 322.

sin avhandling: "Påståendet innebär troligen att kapitalanskaffningsmöjligheterna på detta sätt kan förbättras utan att kontrollen av bolaget sätts i fara."[1]

Roos tolkning utgår från att röstvärdesdifferenser utnyttjas på det sättet, att initiativtagarna vid bildande av ett bolag, eller de ursprungliga ägarna vid rekonstruktion av ett bolag, själva äger aktier med ett högt röstvärde och därefter välkomnar nya delägare endast under förutsättning att dessa accepterar aktier med ett lägre röstvärde. Detta torde otvivelaktigt vara riktigt i flertalet fall.

Emellertid kan också den omvända situationen tänkas föreligga, framför allt vid rekonstruktion av bolag. Nya delägare är beredda att tillskjuta kapital endast under förutsättning att de får ett avgörande inflytande på bolagets ledning. Detta kan åstadkommas genom att deras aktier får ett högre röstvärde än de ursprungliga ägarnas. Ett i tiden närliggande exempel på denna situation är Beijerinvest AB:s köp av en stor del av A-aktierna i Nife Jungner AB år 1980. Affärer av detta slag är dock, åtminstone för börsbolagens del, mycket ovanliga.

Behovet av kapital gör sig inte bara gällande vid bildande eller rekonstruktion av bolag, utan också vid en *expansion av bolagets verksamhet.* Även i detta fall öppnar röstvärdesdifferentiering en möjlighet för de gamla aktieägarna att behålla kontrollen över bolaget, trots att nya delägare tillkommer.[2]

Möller skriver angående detta: "Gamla aktieägares vilja till fortsatt kontroll över ett snabbt expanderande bolag tar sig ofta uttryck i försök att erhålla de för expansionen nödvändiga finansieringsmedlen på annat sätt än genom nyemission av aktier, t. ex. genom banklån, obligationslån, förlagslån eller genom kvarhållande inom företaget av vinster. Därigenom undviker man att behöva vända sig till personer, utanför den trängre kretsen av i bolaget bestämmande personer, vars position på bolagsstämman annars inte skulle förbli lika stark som förut. Rösträttsförhållanden har alltså i sådana fall medfört, att andra finansieringskällor anlitats, även om företagskontrollen ansetts egal. När soliditets- eller likviditetsskäl likväl fordrat emission av nya aktier, har dessa ofta erhållit sämre rösträttsvillkor än de gamla aktierna. ibland blott 1/1 000 röster."[3]

Med undantag för de sällsynta fall där nya delägare erbjuds att köpa aktier med högre röstvärde än de gamla ägarnas, menar vi att röstvär-

[1] Roos, C. M., a. a., s. 61.

[2] Som påpekats i kapitel fem förekommer röstvärdesdifferenser ofta i bolag som introduceras på Stockholms fondbörs. För inregistrering uppställer fondbörsen krav på bl. a. en viss ägarspridning av bolagets aktier. Då detta spridningskrav som regel inte avsett varje aktieslag för sig, har bolagen kunnat uppfylla detsamma genom att utge aktieslag med skilda röstvärden och endast utbjuda aktier med lågt röstvärde till allmänheten. Aktieslag med högt röstvärde "förbehålls" bolagets ursprungliga ägare.

Beträffande regler för inregistrering av aktier vid Stockholms fondbörs, se bilaga 2.

[3] Möller, B., a. a., s. 108 f.

desdifferentiering principiellt inte kan anses underlätta bolagens kapitalanskaffning. Ingenting talar för att nya delägare skulle vara mindre benägna att tillskjuta riskkapital om de fick ett inflytande som direkt motsvarade kapitalinsatsen. Kapitalanskaffningen kan sägas underlättas av en röstvärdesdifferentiering *endast om* en förutsättning är att den ursprungliga inflytandestrukturen skall kvarstå i huvudsak oförändrad efter kapitaltillskottet. Det egentliga motivet bakom argumentet synes vara en önskan att separera den förvaltande och den investerande funktionen på så sätt att den förra förbehålls de ursprungliga ägarna.

Det fjärde argument som i debatten framförts för differentierade röstvärden är att sådana differenser möjliggör en *ökad stabilitet i företagets ledning*. Också detta argument återfinns i Lagberedningens förslag till 1944 års aktiebolagslag, men är där inte närmare utvecklat.

Det kan uppfattas som ett effektivitetsargument – ju större stabilitet i företagets ledning desto effektivare kan företaget arbeta. Det ligger dock nära till hands att uppfatta också detta argument som ett kontrollargument – företaget arbetar mest effektivt om kontrollen över företaget ligger orubbad i de ursprungliga ägarnas händer.

Roos skriver angående detta: "Man kan knappast med framgång hävda att en förändring i företagstoppen generellt är till skada för ett företag . . . Eftersom man icke på förhand kan faställa innebörden av en eventuell förändring kan man icke anföra själva risken för växling vid makten som ett meningsfullt argument."[1]

Röstvärdesdifferentieringens eventuellt effektivitetsfrämjande effekt kan också enligt vår mening starkt ifrågasättas. I normalfallet åtnjuter den företagsledning som sköter företaget väl, stöd av flertalet aktieägare och aktier med förhöjt röstvärde behöver inte tillgripas för att företagsledningen skall kunna sitta kvar.

Är det däremot så att ledningen inte längre har aktieägarmajoritetens stöd, skulle en liten grupp aktieägare (eventuellt företagsledningen själv) kunna utnyttja ett innehav av aktier med förhöjt röstvärde för att förhindra ledningens avsättande. I detta – säkerligen sällsynta, men ändå tänkbara – fall skulle röstvärdesdifferentieringen snarast verka effektivitetsförsvagande. Nial: "I själva verket är det väl så att en god styrelse genomsnittligt sett har mindre behov än en dålig utav möjligheter att med ringa kapitalstöd behärska företaget."[2]

Frågan om stabiliteten i företagets ledning gäller emellertid inte bara aktieägarmajoritetens möjligheter att byta ut företagsledningen, utan också utomstående köpares möjligheter att genom köp av aktier skaffa sig kontroll över bolaget. För det fall bolaget har utelöpande aktieslag med skilda röstvärden, kan ett sådant maktövertagande ofta ske genom uppköp av uteslutande aktier med högt röstvärde[3] Majoriteten aktieägare har i ett sådant fall ofta inte någon möjlighet att påverka eller delta i affären.

Nial: "Och när man icke sällan säger att t. ex. aktier med högre rösträtt säkra en stabil förvaltning, så förbiser man gärna att just sådana aktier äro ett särskilt åtråvärt byte för finansiärer, som vilja utan allt för stor kapitalinsats och därmed förbunden egen risk exploatera ett bolag för helt andra intressen än bolagets egna."[4]

[1] Roos, C. M., a. a., s. 48.

[2] Nial, H., Till frågan om kontrollen över aktiebolags förvaltning, Ekonomen, 1932, Nr 6, s. 97.

[3] Se bl. a. Nial, H., a. a. samt Manipulation of Voting Control – The Stock Split, Stanford Law Review, 1951/52, s. 575.

[4] Nial, H., a. a., s. 97.

Vi har under senare år kunna se ett flertal exempel där maktövertaganden i börsbolag skett genom köp av kontrollposter av A-aktier till kurser långt över B-aktiekursen. I debatten har det höjts kritiska röster mot uppköp av detta slag och det har bl. a. hävdats att samtliga aktieägare borde erbjudas möjlighet att delta i affären.[1]

Som ett särskilt argument till försvar för det i dag existerande systemet med röstvärdesdifferenser brukar ibland hävdas att *flertalet aktieägare i realiteten inte är intresserade av något inflytande.* De ser sina aktieinnehav enbart som kapitalplaceringar och visar sitt missnöje med företagsledningens agerande genom att sälja aktieinnehavet; rösträtten utnyttjar de sällan eller aldrig. Det skulle därför, för majoriteten aktieägare, vara likgiltigt vilket röstvärde deras aktier har. Till stöd för denna uppfattning har bl. a. anförts den som regel låga deltagarfrekvensen vid bolagsstämmor i de stora bolagen.

Vid en diskussion av det anförda argumentet är det skäl att skilja på individuellt och institutionellt aktieägande. För den enskilde småaktieägaren med ett aktieinnehav som ofta motsvarar mindre än en promille av ett företags aktier är aktiernas röstvärde av litet intresse. Även vid lika röstvärde på aktierna skulle hans röstinflytande vara marginellt. Detta gäller dock endast under förutsättning att han inte organiserar sig för att tillsammans med andra aktieägare utöva ett röstinflytande. I det senare fallet blir aktiernas röstvärde av stor betydelse och då det som regel är aktier med lågt röstvärde som innehas av småaktieägarna, kan förekomsten av röstvärdesdifferenser kraftigt försvåra sådana organiseringssträvanden. I exempelvis Electrolux, där det sammanlagda röstetalet för B-aktierna utgör endast två procent av röstetalet för samtliga bolagets aktier, blir det en omöjlig uppgift för B-aktieägarna att försöka organisera sig för att gemensamt utöva något röstinflytande.

Ett av de mest framträdande dragen på aktiemarknaden under de senare årtiondena har varit det kraftigt ökade institutionella aktieägandet. Aktieinnehavet hos de enskilda institutionerna, typ försäkringsbolag, investmentbolag, är ofta så stort att möjligheten till en utförsäljning av aktierna i ett visst bolag i realiteten är mycket begränsad. En större försäljning kan inte ske utan risk för ett betydande kursfall. I en sådan situation framstår det som angeläget att aktieägaren har möjlighet att utnyttja ett reellt röstinflytande i bolaget. Ett sådant handlande kan också ofta vara till större gagn för bolaget än en utförsäljning av aktieinnehavet.

Slutligen kan hävdas att möjligheten för aktieägarna, stora såväl som små, att utnyttja sin rösträtt i viss mån alltid utgör en effektivitetspress på företagsledningen – oberoende av om denna möjlighet utnyttjas eller ej.[2]

7.2 Argument emot röstvärdesdifferentiering

De i debatten oftast förkommande argumenten *emot* röstvärdesdifferenser är att sådana differenser *innebär en avvikelse från den grundläggande aktiebolagsrättsliga principen att röststyrkan bör återspegla graden av eko-*

[1] Se bl. a. Sundqvist, S-I., Hot mot aktiemarknaden, Dagens Nyheter, 1980-11-30.

[2] Se bl. a. Hornstein, G. D., Corporation Law and Practice, Vol 1, St. Paul, 1959, s. 185 och Ballantine, H. W., Ballantine on corporations, Rev. ed., Chicago, 1946, s. 416 f.

nomiskt risktagande i bolaget och att röstvärdesdifferentieringen *möjliggör en ökning av den maktkoncentration i näringslivet* som följer redan av ett ojämt fördelat aktieinnehav.[1]

Nial skriver angående detta: "Aktiebolaget är en privaträttslig kapitalassociation, och den naturliga och rimliga principen för maktfördelningen är den att makten i allmänhet står i förhållande till den kapitalinsats den enskilde gör och den risk han därmed ikläder sig. I denna princip, att makten skall stå i förhållande till risken, har man säkerligen att finna den viktigaste och bästa garantin för att maktutövningen i bolaget i allmänhet bestämmes av hänsyn till hela bolagets välfärd."

"– – – systemet med olika röstvärde för aktierna betyder ett avsteg från den naturliga normen för maktfördelningen."[2]

Principen att makten skall stå i förhållande till risken synes också för oss vara en rimlig utgångspunkt för maktfördelningen mellan bolagets ägare. Vi vill emellertid peka på de betydande svårigheter som föreligger att i praktiken tillämpa denna princip. Dessa svårigheter hänger bl. a. samman med hur begreppen "risk" och "makt" skall operationaliseras.

Köper två personer på lika villkor aktier i ett bolag för en lika stor summa pengar vardera, riskerar de båda att få en låg avkastning eller ingen avkastning alls om företaget går dåligt. De riskerar också att helt förlora sina pengar om företaget går omkull. Detta innebär emellertid inte att de tagit lika stora risker. Vilken risksituation varje enskild ägare befinner sig i bestäms inte bara av hur stort det satsade kapitalet är och på vilka villkor det satsats, utan också av den förmögenhetssituation som han eller hon befinner sig i och de riskpreferenser han eller hon har.

För att praktiskt kunna tillämpa den angivna principen måste vi mäta risktagandet endast i termer av storleken på det satsade kapitalet och de villkor på vilket det satsats. Problem uppstår emellertid även här i de fall det gäller att avgöra vilken grad av risktagande ett visst villkor innebär. Begreppet makt måste på motsvarande sätt reduceras till att endast avse inflytandemöjligheten via den rösträtt som är knuten till aktieinnehavet. Hänsyn kan exempelvis inte tas till att inflytandemöjligheten som regel ej växer linjärt med antalet ägda aktier. Det är istället ofta fråga om en trappstegsformad tillväxt i inflytandemöjligheten som bestäms av ägandefördelningen av bolagets övriga aktier och som, efter att ha nått en viss nivå, har en tendens att plana ut.

En snäv tolkning av principen blir därmed att två eller flera personer som på lika villkor och till ett lika stort belopp köper aktier i ett bolag, skall ha lika stort röstvärde på sina aktier. En mer vidsträckt tolkning blir att det också skall föreligga en överensstämmelse eller åtminstone en rimlig balans mellan den tillskjutna kapitalandelen och den därvid erhållna andelen av det totala röstetalet i bolaget; en liten skillnad i risktagande skall över huvud taget inte kunna motivera en stor skillnad i inflytandemöjlighet.

Lagberedningen anger i förslaget till 1944 års aktiebolagslag, som det huvudsakliga argumentet emot röstvärdesdifferentiering, att denna kan medföra att *företagsledningen kommer i händerna på personer som inte bär en ekonomisk risk motsvarande sin makt,* "varigenom den regulator på maktutövningen, som ligger i att den maktägandes egna ekonomiska

[1] För en översikt över aktieägandets fördelning hänvisas till Spånt, R., Den svenska förmögenhetsfördelningens utveckling, (SOU 1979:9) samt Spånt, R., Hushållens aktieägande i Sverige, (SOU-serien 1982).

[2] Nial, H., Minoritetsskydd i aktiebolag, SvJT, 1941, s. 705. Samma tema återfinns i Nial, H., Till frågan om kontrollen över aktiebolags förvaltning, Ekonomen, 1932, Nr 6.

intressen lida av en för företaget skadlig maktutövning, slappas".[1, 2]

Sveriges aktiesparares riksförbund har i sitt remissvar på förslaget till 1975 års aktiebolagslag samma utgångspunkt: "Sveriges aktiesparares riksförbund anser att förekomsten av aktier med olika röstvärde strider mot principen att inflytandet i ett aktiebolag skall stå i proportion till risktagandet. Förbundet anser att regeln lika risk – lika röst bör gälla. Graderad rösträtt förstärker tendenser till maktkoncentration och kan t. ex. säkra bolagsbildarna ett kontrollerande inflytande även sedan flertalet aktier spridits på marknaden."[3]

Maktkoncentrationen är också huvudargumentet mot röstvärdesdifferentiering i de tre riksdagsmotioner om differentieringens avskaffande som under 1970-talet framlades av folkpartistiska riksdagsledamöter.[4]

Koncentrationsutredningen gjorde för år 1963 vissa försök att mäta skillnaden mellan röst- och kapitalkoncentration i näringslivet. Utredningen visade att i fler än sju (men färre än 22) av 34 börsnoterade bolag med röstvärdesdifferenser var röstkoncentrationen större än kapitalkoncentrationen.[5] Den uppföljning av koncentrationsutredningen som gjordes av Statens Industriverk år 1980[6] studerade enbart ägandeförhållandena i näringslivet, varför motsvarande siffror beträffande dagsläget inte finns att tillgå. Det faktum att förekomsten av röstvärdesdifferenser i de börsnoterade bolagen ökat avsevärt torde dock knappast tyda på att röstkoncentrationen i relation till kapitalkoncentrationen skulle vara mindre år 1980 än år 1963.

I detta sammanhang bör noteras den debatt som under lång tid förts angående förskjutningen av makten inom de stora företagen, från bolagsstämman till styrelsen och den verkställande ledningen.[7] I den mån

[1] Lagberedningen, s. 500.

[2] Likartade argument har utomlands framförts emot aktieslag helt utan röstvärde. Se bl. a. Manipulation of Voting Control – The Stock Split, Stanford Law Review, 1951/52, s. 575.

[3] Sveriges aktiesparares riksförbunds remissvar på Förslag till aktiebolagslag m. m., 14 nov. 1971, s. 3.

[4] Riksdagsmotion 1975/76:2112, 1976/77:1070 och 1977/78:422.

Det kan här noteras att Lagutskottet i betänkanden med anledning av de två förstnämnda motionerna tagit principiell ställning emot röstvärdesdifferentiering, men avslagit motionerna med hänvisning till att lagstiftaren först bör invänta resultatet av utredningen om utländska övertaganden av svenska företag, Ju 1973:17. Se vidare Lagutskottets betänkande 1975/76:14 och 1976/77:29.

[5] Ägande och inflytande inom det privata näringslivet. Koncentrationsutredningen V, (SOU 1968:7), s. 100.

[6] Ägandet i det privata näringslivet, (SIND 1980:5).

[7] En kortfattad inblick i denna debatt erbjuder Hetherington, J. A. C., Fact and Legal Theory: Shareholders, Managers, and Corporate Social Responsibility, Standford Law Review, 1968/69, s. 248 f.

Se även:

Berle, A. och G. Means, The modern corporation and private property, New York, 1932, Rev. ed. 1968.

Gordon, R. A., Business Leadership in the Large Corporation, Washington, 1945.

Hermansson, C. H., Monopol och storfinans. Stockholm, 1962.

Lidén, L., Makten över företaget. En analys av ansvarsfördelningen mellan bolagsstämma, styrelse och verkställande direktör, Stockholm, 1973.

det förhåller sig på det sättet kan det hävdas att frågan om vem som har makten på bolagsstämman blir av mindre intresse. Emellertid kan det också hävdas att ju större makt företagsledningen får, till följd av en sådan förskjutning, desto angelägnare är det att alla aktieägare har möjligheter att i proportion till det satsade kapitalet påverka valet av denna ledning.

Ett annat argument mot röstvärdesdifferentiering än de ovan berörda har framförts av LO:s och Socialdemokratiska partiets representanter i utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten. Utgångspunkt för det krav på röstvärdesdifferentieringens avskaffande som där framförts är, att en sådan differentiering skulle *minska framtida löntagarfonders möjligheter att genom köp av aktier skaffa sig inflytande i näringslivet.* Den bakomliggande hypotesen är att aktier med högt röstvärde är till salu i mindre utsträckning än aktier med lågt röstvärde och är mer svårtillgängliga för en köpare på aktiemarknaden.

Vi har i kapitel 6 redovisat ett försök att mäta omsättningen av aktier med högt respektive lågt röstvärde i börsbolagen under år 1980. Resultaten tyder på att börsomsättningen av aktier med högt röstvärde är lägre än börsomsättningen av aktier med lågt röstvärde. Det innebär emellertid inte att tillgängligheten på aktier med högt röstvärde generellt är lägre än tillgängligheten på aktier med lågt röstvärde. Situationen varierar från bolag till bolag och som påpekats är tillgängligheten alltid beroende av det pris köparen är villig att betala. Tillgängligheten är också beroende av i vilken mån säljaren har ett på A-aktier baserat kontrollintresse i bolaget. Detta intresse kan i vissa fall vara mycket starkt och priset för att "få loss" aktierna, helt naturligt, mycket högt. Även om så är fallet, är det emellertid inte alls säkert att motsvarande andel av det totala röstetalet skulle betinga ett lägre pris om man tvingades köpa ett betydligt större antal aktier med samma röstvärde som samtliga bolagets övriga aktier.

Vi menar att ett avskaffande av röstvärdesdifferenserna i *vissa fall* skulle öka möjligheten för löntagarfonder att skaffa sig inflytande i bolag som i dag har sådana differenser. Även med bibehållna skillnader i röstvärde skulle emellertid fonderna, sett över en längre tidsperiod, kunna nå ett betydande inflytande också i flertalet av dessa bolag.

8 Neutralisering av röstvärdesdifferentieringens verkningar

I förarbetena till 1944 års aktiebolagslag nämner Lagberedningen möjligheten att neutralisera verkningarna av en röstvärdesdifferentiering. Som tidigare påpekats är det huvudsakligen två typer av regler som därvid kommit i fråga. Den första typen innebär att ett röstmaximum tillämpas vid beslutsfattande på bolagsstämman. Den andra typen innebär att hänsyn tas inte bara till röstetalet utan till röstetalet och kapitalandelen, eller enbart kapitalandelen vid beslutsfattande på stämman.

8.1 Regler om röstmaximum

De två första svenska aktiebolagslagarna, från år 1848 och 1895, innehöll inte några bestämmelser angående röstmaximum. Varje aktieägare kunde på stämman, om bolagsordningen inte föreskrev annat, rösta för hela sitt aktieinnehav.

I 1910 års lag infördes regeln att ingen fick rösta, för egna eller andras aktier, för mer än en femtedel av det på stämman företrädda aktiekapitalet. Bestämmelsen kunde dock åsidosättas genom avvikande föreskrift i bolagsordningen. Motsvarande bestämmelse upptogs i 1944 års aktiebolagslag i praktiskt taget oförändrad form och återfinns i dag i 1975 års ABL, 9 kap. 3 §.[1]

Röstmaximumregeln, även kallad tjugoprocentregeln, syftar till att förhindra ett alltför stort inflytande baserat på ett stort aktieinnehav hos en enskild eller en grupp sammanslutna aktieägare. Regeln innebär att den kapitalandel, antalet aktier, för vilken varje aktieägare får rösta begränsas till maximalt en femtedel av det på stämman företrädda aktiekapitalet. Regeln säger ingenting om röstvärdet på aktierna.

Vi kan följaktligen konstatera att röstmaximumregeln är en av flera minoritetsskyddsregler i ABL,[2] som inte direkt tar sikte på att dämpa effekterna av att vissa aktier har högre röstvärde än andra. Motsvarande tolkning av bestämmelsen gjordes av Lagberedningen vid utarbetandet av 1944 års aktiebolagslag. "Bestämmelsen riktar sig ju f. ö. icke mot aktier med förstärkt rösträtt. Åtminstone om den tolkas efter orden innebär den nämligen allenast en begränsning av den *kapitalandel* för vilken en och samma person får rösta, ej något hinder att i obegränsad utsträckning använda den högre rösträtt som kan vara förenad med aktier."[3]

[1] I promulgationsbestämmelserna till såväl 1910 som 1944 års lagar stadgades att obegränsad rösträtt även i fortsättningen skulle gälla i de bolag som bildats före ikraftträdandet av 1910 års lag och saknade röstkvotsbestämmelser. Någon motsvarande promulgationsregel finns inte till 1975 års ABL. Om aktieägarna i ett sådant äldre bolag alltjämt vill ha obegränsad rösträtt, måste de se till att en bestämmelse härom införs i bolagsordningen.

[2] Jfr Förslag till lag aktiebolag äfvensom till till andra därmed sammanhängande författningar, Kommittébetänkanden I, 1910. Kommentar till § 76.

[3] Opublicerat material ur Lagberedningens förarbeten till förslaget till 1944 års aktiebolagslag. Riksarkivet, Stockholm.

Låt oss belysa resonemanget med ett exempel. Två aktieägare har lika stora aktieinnehav. Den ena äger endast aktier med högt röstvärde, den andra endast aktier med lågt röstvärde. Om båda aktieägarna på stämman drabbas av tjugoprocentregeln, kommer den den första att drabbas hårdare i den meningen att han förlorar ett större antal röster än den andra.

Vi kan emellertid också se situationen från ett annat håll och konstatera att just genom att den förstnämnda ägaren har ett högre röstvärde på sina akier, skyddar han sig i viss mån mot en begränsning som innebär att rösträtt bara medges för en viss andel av aktierna.

Som tidigare påpekats är regeln om röstmaximum dispositiv. Den kan genom bestämmelse i bolagsordningen såväl skärpas som mildras.

Vi har undersökt i vilken utsträckning bestämmelser om röstmaximum, eller på annat sätt begränsad rösträtt, tillämpas i bolag med börsnoterade aktier. Resultatet visar följande.[1]

Av totalt 123 bolag med aktier noterade på Stockholms fondbörs A I-respektive A II-lista 1981-01-02 tillämpar endast 23 stycken den lagstadgade röstmaximumregeln, dvs. 19 procent av bolagen. I 20 bolag tillämpas annan begränsning av rösträtten än den i lagen angivna. Som regel innebär begränsningen i dessa fall en skärpning i förhållandena till lagens bestämmelse. I resterande 80 bolag, motsvarande 65 procent, gäller inga begränsningar av rösträtten. Varje aktieägare får där rösta för fulla antalet av honom företrädda aktier.

Bolagens fördelning med avseende på typen av rösträttsbegränsning återges i tabell 8.1. I bilaga 1 tabell 4 redovisas också gällande rösträttsbegränsningar i de enskilda bolagen.

Regeln om röstmaximum på bolagsstämman är inte i sin nuvarande utformning ett effektivt sätt att neutralisera verkningarna av röstvärdes-

Tabell 8.1 Rösträttsbegränsningar i företag med aktier noterade på Stockholms fondbörs A I- resp. A II-lista 1981-01-02

Rösträttsbegränsning	Antal företag	%
Graderad röstskala, max. 30 röster	1	0,8
Max. 50 röster	1	0,8
1/10 av företrädda röstetalet	2	1,6
1/4 av företrädda röstetalet	1	0,8
1/5 av totala röstetalet	1	0,8
1/20 av antalet företrädda stamaktier och 1/200 av preferensaktierna	1	0,8
1/10 av antalet företrädda aktier, max. 8 000 röster	1	0,8
1/10 av antalet företrädda A-aktier och 1/100 av B-aktierna	1	0,8
1/10 av antalet företrädda aktier	6	4,9
1/5 av antalet företrädda aktier	23	18,7
1/4 av antalet företrädda aktier	1	0,8
1/50 av totala antalet aktier	1	0,8
1/5 av totala antalet aktier	1	0,8
1/4 av totala antalet aktier	2	1,6
Utan begränsning	80	65,0
Summa	123	100

[1] Uppgifterna baseras på gällande bolagsordningar 1980-11-28.

differenser i börsbolagen. Regeln skulle bli effektivare om den ändrades så att den tog sikte på röstetalet i stället för kapitalandelen och gjordes indispositiv. Några överväganden i denna riktning har emellertid under senare år inte varit aktuella. Vid utarbetandet av förslaget till 1975 års ABL diskuterade aktiebolagsutredningen tvärtom ett totalt avskaffande av regeln, med hänsyn till önskan om nordisk rättslikhet i detta avseende. Utredningen kom till slutsatsen att tjugoprocentregeln borde behållas, men förklarade samtidigt att "I praktiken blir olikheterna i förhållande till de nordiska grannländerna ej så stora på grund av att de svenska bolagsordningarna så ofta sätter begränsningsregeln ur kraft."[1]

8.2 Övriga minoritetsskyddsregler

Regler som innebär att hänsyn tas inte bara till röstetalet utan även till kapitalandelen eller enbart till kapitalandelen, återfinns på flera ställen i ABL. Traditionellt sammanföres dessa regler under rubriken minoritetsskyddsregler. Reglerna föreskiver kvalificerad majoritet för fattande av beslut på bolagsstämma. Ju mer ingripande beslut – desto högre majoritetskrav.

Krav på kvalificerad majoritet uppställs i dag för ändringar i bolagsordningen och för beviljande av ansvarsfrihet för styrelsens ledamöter samt VD, 9 kap. 15 § resp. 15 kap. 5 §.

Minoritetsskyddsreglerna i aktiebolagslagen har under årens lopp blivit allt fler. Ett av syftena bakom reglerna har varit att neutralisera verkningarna av röstvärdesdifferenser. Det kan emellertid diskuteras huruvida detta är den lämpligaste vägen att tillmötesgå kritiken mot systemet med differentierade röstvärden. Problemet uppmärksammades av Lagberedningen, som skriver: "Om man över huvud taget vill behålla systemet med olika röstvärde för aktier, kan man icke frånkänna denna olikhet betydelse i allt för många fall, så att man berövar systemet dess värde."[2]

Reglerna ger aktieägarminoriteter ett visst skydd mot vissa typer av beslut, men tillförsäkrar inte minoriteten något positivt inflytande över bolagets förvaltning. De innebär snarast en vetorätt för minoriteten i vissa frågor och kan därför endast i begränsad utsträckning anses neutralisera verkningarna av en röstvärdesdifferentiering. Minoritetsskyddsreglerna medför inte att kravet på röstvärdesdifferensernas avskaffande är omotiverat – om kravet reses för att ge samtliga aktieägare ett inflytande över bolagets löpande förvaltning som står i rimlig proportion till det satsade kapitalet och de villkor på vilka det satsats.

[1] Utkast till motiv, februari 1970, ur Förarbeten till aktiebolagsutredningens förslag till aktiebolagslag m. m. (SOU 1971:15). Riksarkivet, Stockholm.

[2] Lagberedningen, s. 501.

9 Sammanfattning och slutsatser

Föreliggande rapport redovisar resultaten av en studie rörande röstvärdesdifferenser mellan olika aktieslag i bolag vilkas aktier är inregistrerade vid Stockholms fondbörs. Författarens syfte har varit att redogöra för rättsläget beträffande röstvärdesdifferenser i Sverige och utomlands samt att ge en överblick över den, huvudsakligen juridiska, debatt som förts rörande sådana differenser.

I rapportens tre första kapitel redogörs för de i dag gällande svenska rättsreglerna på detta område och hur dessa växt fram. Den svenska aktiebolagslagens huvudregel är att varje aktie har lika rätt i bolaget, men undantag, t. ex. i fråga om aktieslag med olika röstvärden, kan föreskrivas i bolagsordningen. Skillnaden i röstvärde mellan olika aktieslag får emellertid inte överstiga 1 till 10. Därav följer också att aktier helt utan röstvärde inte är tillåtna enligt svensk rätt.

Den nu gällande bestämmelsen infördes vid tillkomsten av 1944 års aktiebolagslag, dessförinnan förelåg över huvud taget inte några begränsningar i fråga om möjligheten att utge aktieslag med olika röstvärden.

Regeln att ingen aktie får ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för en annan aktie har praktisk betydelse endast för bolag bildade efter ikraftträdandet av 1944 års aktiebolagslag (1 januari 1948) samt bolag som, ehuru bildade före dess, ej dessförinnan infört bestämmelse om större röstvärdesdifferenser i bolagsordningen. I promulgationsbestämmelserna till 1944 års aktiebolagslag föreskrevs nämligen att bolag som före lagens ikraftträdande, i bolagsordningen infört bestämmelse om större röstvärdesdifferenser än 1 till 10, alltjämt skulle få ge ut aktier med sådana röstvärden.

I rapportens fjärde kapitel redogörs kortfattat för gällande rätt på detta område i ett flertal länder i Västeuropa. I kapitlet uppmärksammas också förhållandena i USA, Australien och Japan.

Med avseende på tillåtna skillnader i röstvärde har länderna indelats i tre grupper. I den första gruppen är möjligheten till röstvärdesdifferentiering obegränsad och följaktligen tillåts även aktieslag helt utan röstvärde. Till denna grupp hör bl. a. England, USA och Australien. I den andra gruppen är röstvärdesdifferenser tillåtna, men lagen anger gränser för storleken på dessa differenser. Hit hör bl. a. Sverige, Danmark och Finland. I länderna i den tredje gruppen gäller som huvudregel att röstvärdesdifferenser inte är tillåtna. Regeln är dock i flertalet länder för-

sedd med undantag, bl. a. för preferensaktier. Till denna grupp hör bl. a. Västtyskland, Frankrike, Spanien, Italien och Japan.

I rapportens femte kapitel behandlas förekomsten av röstvärdesdifferenser i svenska börsbolag. Egna undersökningar visar att det i dag finns minst två utelöpande aktieslag med skilda röstvärden i 61 procent av de bolag vilkas aktier är inregistrerade vid Stockholms fondbörs. Av dessa 61 procent är 7 procentenheter hänförliga till röstvärdesdifferenser enbart mellan stam- och preferensaktier. I 54 procent av börsbolagen föreligger i dag skillnader i röstvärde mellan olika slag av stamaktier.

Den oftast förekommande differensen är 1 till 10. Av de 67 bolag som har röstvärdesdifferenser mellan olika slag av stamaktier, har 56 differensen 1 till 10, 3 stycken har differensen 1 till 5, ett har differensen 1 till 100 och 7 bolag har differensen 1 till 1 000. De bolag som i dag har differensen 1 till 1 000 mellan olika slag av stamaktier är Alfa-Laval, Electrolux , Ericsson L M, Holmens Bruk, Nife Jungner, SKF och Swedish Match.

Såväl antalet som andelen börsbolag med röstvärdesdifferenser har stigit kraftigt under de senaste tjugo åren. År 1963 förekom röstvärdesdifferenser i 24 procent av de dåvarande börsbolagen. I dag är motsvarande andel mer än dubbelt så stor, 61 procent. Ökningen förklaras till stor del av att röstvärdesdifferenser varit ofta förekommande i bolag som under perioden i fråga introducerats på börsen.

En del av den kritik mot systemet med differentierade röstvärden som framförts under senare år har gällt svårigheten för köpare på aktiemarknaden, exempelvis framtida löntagarfonder, att skaffa sig reellt röstinflytande i bolag med detta system. Den bakomliggande hypotesen är att aktier med högt röstvärde är till salu i mindre utsträckning och är mer svårtillgängliga för köpare än aktier med lågt röstvärde.

På basis av statistik från Stockholms fondbörs har vi studerat börsomsättningen av olika aktieslag under år 1980. Resultaten redovisas i kapitel sex. De studerade bolagen har indelats i tre grupper med avseende på relationen till Stockholms fondbörs.

I den första gruppen återfinns bolag som inregistrerat varje aktieslag för sig, dvs. A- respektive B-aktier[1] är på börslistan särnoterade. Av totalt 67 börsbolag som har stamaktieslag med olika röstvärden, återfinns 19 stycken i denna grupp.

Den andra gruppen utgörs av bolag vilka inregistrerat aktieslag med högt respektive lågt röstvärde gemensamt, dvs. A- och B-aktier samnoteras på börslistan. Gruppen består av 24 bolag.

I den tredje och sista gruppen återfinns 24 bolag vilka endast inregistrerat aktieslag med lågt röstvärde.

Resultaten för bolagen i den första gruppen visar att aktier med högt röstvärde genomgående omsattes i mindre omfattning under den studerade perioden än aktier med lågt röstvärde. Detta gäller om vi jämför omsättningen av A- respektive B-aktier med totalomsättningen av aktier i varje bolag. Det gäller också om omsättningen av A-aktier i relation till totala antalet A-aktier jämförs med omsättningen av B-aktier i relation till totala antalet B-aktier, i varje bolag.

Skillnaderna i sättet att inregistrera aktierna vid Stockholms fondbörs

[1] Beteckningen A avser aktier med högt röstvärde, beteckningen B aktier med lågt röstvärde. Se vidare not 4 s. 74.

medför att tillförlitlig börsomsättningstatistik för olika aktieslag endast föreligger för bolag i den första gruppen. Vi håller det emellertid för sannolikt att börsomsättningen av B-aktier dominerar också när det gäller bolag i den andra gruppen. I bolag i den tredje gruppen omsätts över huvud taget inte aktier med högt röstvärde på börsen.

Den konstaterade lägre börsomsättningen av aktier med högt röstvärde kan emellertid inte tolkas som att tillgängligheten på dessa aktier generellt är lägre än tillgängligheten på aktier med lågt röstvärde. Situationen varierar från bolag till bolag och tillgängligheten är här liksom annars, beroende av ett flertal faktorer. Bland dessa märks framför allt det pris köparen är villig att betala och säljarens intresse av röstinflytande i bolaget i fråga.

Vår slutsats på denna punkt är att ett avskaffande av röstvärdesdifferenserna *i vissa fall* skulle öka framtida löntagarfonders, liksom varje annan köpares, möjligheter att skaffa sig ett rösträttsbaserat inflytande i bolag som i dag har sådana differenser. Även med bibehållna skillnader i röstvärde skulle emellertid fonderna, sett över en längre tidsperiod, kunna nå ett betydande inflytande också i flertalet av dessa bolag.

Rapportens sjunde kapitel inleds med en redogörelse för de argument som i debatten framförts *för* röstvärdesdifferentiering. Det rör sig huvudsakligen om fyra argument.

För det första har det hävdats att preferensaktieägare bär en mindre ekonomisk risk än stamaktieägare och därför bör ha ett mindre inflytande över bolagets verksamhet, dvs. lägre röstvärde per aktie, än stamaktieägare. Mot bakgrund av den ringa utbredning som preferensaktiesystemet har i Sverige i dag diskuteras inte detta aktieslag särskilt. Innebörden av det anförda argumentet tas upp till diskussion i det sjunde kapitlets andra del. Vi understryker dock att argumentet i fråga inte automatiskt också utgör ett argument för röstvärdesdifferenser även mellan olika slag av stamaktier.

Till stöd för röstvärdesdifferenser också mellan olika slag av stamaktier har hävdats, att en differentiering av röstvärdena ökar företagens möjligheter till försörjning med riskvilligt kapital från utlandet, att en differentiering kan ge ökad stabilitet i företagets ledning samt underlätta bildande, rekonstruktion och expansion av bolag.

När det gäller försörjningen med riskvilligt kapital från utlandet har vi konstaterat att de begränsningar som enligt lag gäller för utländska rättssubjekts förvärv av aktier i svenska bolag för framtiden inte motiverar större skillnader i röstvärde än 1 till 3. Våra undersökningar tyder dessutom på att den utlandsägda andelen av de svenska börsbolagen för närvarande är så liten att inte ens ett enhetligt röstvärde på aktierna skulle medföra något avgörande utländskt inflytande i dessa bolag i dag. Det är emellertid inte osannolikt att intresset i utlandet för köp av svenska aktier skulle öka vid en utjämning av röstvärdena och den utlandsägda andelen därmed stiga.

Argumentet att röstvärdesdifferentieringen skulle underlätta bildande, rekonstruktion och expansion av bolag genom förbättrade kapitalförsörjningsmöjligheter menar vi är delvis missvisande.

I flertalet fall torde gälla att röstvärdesdifferentieringen kan anses un-

derlätta bolagets försörjning med riskkapital *endast om* en förutsättning är att den ursprungliga inflytandestrukturen skall kvarstå huvudsakligen oförändrad efter kapitaltillskottet. Rent principiellt torde riskkapitalförsörjningen snarare försvåras av att nya ägare inte tillerkänns inflytande på samma villkor som de ursprungliga ägarna i bolaget. Vi bortser därvid från de sällsynta fall där nya ägare erbjuds aktier med ett högre röstvärde än de gamla ägarnas.

Det har hävdats att röstvärdesdifferentieringen kan skapa ökade möjligheter till stabilitet i företagets ledning. Den bakomliggande tanken synes vara att också effektiviteten i företagsledningens agerande därigenom skulle öka.

Ett flertal faktorer inverkar på effektiveteten i företagsledningens agerande. Stabiliteten i ledningen är bara en av dessa faktorer. Mot den ökade stabiliteten får i detta fall ställas det faktum att stora grupper aktieägare genom en röstvärdesdifferentiering berövas möjligheten att utöva något röstinflytande över företagets verksamhet och att effektivitetspressen på företagsledningen därigenom kan komma att minska. Särskilt allvarligt är detta när ägarnas aktieinnehav är så stora att även den andra vägen till "inflytande" – en utförsäljning av aktierna – är begränsad, med hänsyn till risken för kursfall. Detta torde ofta vara fallet för de institutionella ägarna på aktiemarknaden.

Till försvar för systemet med differentierade röstvärden har slutligen också framhållits att flertalet aktieägare inte utnyttjar sin rösträtt och inte heller är intresserade av att göra det. Enligt denna uppfattning ser majoriteten aktieägare sitt aktieinnehav enbart som en kapitalplacering och visar sitt eventuella missnöje över bolagsledningens agerande genom att sälja sina aktier i bolaget. Rösträtten utnyttjar de som regel inte och de är därför inte heller intresserade av vilket röstvärde deras aktier har.

Det anförda argumentet synes riktigt i fråga om flertalet enskilda småaktieägare. Det är däremot, som påpekats ovan, inte tillämpligt i fråga om institutionella ägare. Argumentet äger heller inte giltighet i fråga om småaktieägare (med innehav av B-aktier) som organiserat sig för att gemensamt utöva ett inflytande. I exempelvis Electrolux, där det sammanlagda röstetalet för B-aktierna utgör endast två procent av det totala röstetalet i bolaget, blir det en omöjlig uppgift för B-aktieägarna att försöka organisera sig för att uppnå något röstinflytande.

I det sjunde kapitlets andra del redogörs för argumenten *emot* röstvärdesdifferenser. Det viktigaste av dessa argument har i debatten varit att systemet innebär en avvikelse från den, i modern aktiebolagsrätt, grundläggande principen att maktfördelningen i bolaget skall återspegla delägarnas ekonomiska risktagande. Principen i fråga har ansetts utgöra den bästa garantin för att makten över bolagets verksamhet utövas med hänsyn till hela bolagets och därmed samtliga aktieägares bästa. Vi ansluter oss till denna tanke, men pekar samtidigt på de förenklade tolkningar av begreppen "makt" och "risk" som måste göras, för att principen skall kunna tillämpas i praktiken.

En för oss rimlig tolkning av principen blir att två eller flera personer som på lika villkor och till ett lika stort belopp köper aktier i ett bolag, skall ha lika stort röstvärde på sina aktier. Den tillskjutna kapitalande-

len skall dessutom överensstämma med, eller åtminstone stå i rimligt förhållande till, den erhållna andelen av det totala röstetalet i bolaget; en liten skillnad i risktagande skall över huvud taget inte kunna motivera en stor skillnad i den inflytandemöjlighet som bestäms av aktiernas röstvärde.

Varje avvikelse från denna maktfördelningsprincip måste enligt vår mening, för att vara godtagbar, kunna motiveras med att den gagnar hela bolaget och därmed samtliga dess ägare. Dessutom måste en sådan avvikelse stå i överensstämmelse med allmänt omfattade politiska mål, exempelvis i fråga om maktförhållandena inom näringslivet.

Vi anser inte det vara övertygande visat att de röstvärdesdifferenser på 1 till 10, och i vissa fall 1 till 1 000, som i dag tillåts, uppfyller dessa krav. Tvärtom synes differenserna i många bolag bidra till en ordning där stora aktieägargrupper får bära den ekonomiska risken av ett fåtal aktieägares agerande. Röstvärdesdifferentiering är också ett väsentligt inslag i den maktkoncentration inom näringslivet som breda grupper i samhället i dag anser vara alltför stark.

Som framgår av rapportens åttonde kapitel är det inte heller så att de minoritetsskyddsregler som finns i aktiebolagslagen, exempelvis den dispositiva regeln om röstmaximum på bolagsstämman i ABL 9 kap. 3 §, kan anses neutralisera verkningarna av en röstvärdesdifferentiering.

Vi anser det önskvärt att lagstiftaren vid en översyn av aktiebolagslagstiftningen fördjupar diskussionen om för- och nackdelar med röstvärdesdifferentieringen och därvid ägnar särskild uppmärksamhet åt sambandet mellan risk och inflytande. Tillräckliga skäl kan enligt vår mening inte anföras till stöd för den utformning systemet med differentierade röstvärden i dag har, varför möjligheten att avskaffa eller ytterligare begränsa systemet bör övervägas.

De åtgärder som därvid kan bli aktuella kan indelas i å ena sidan åtgärder som berör bolag som i dag inte har bestämmelser om aktieslag med olika röstvärden samt ännu ej bildade bolag, å andra sidan åtgärder som berör bolag som redan i dag tillämpar systemet med differentierade röstvärden.

När det gäller den första typen av åtgärder menar vi att en begränsning av framtida röstvärdesdifferenser till 1 till 3 skulle kunna genomföras utan större problem. Huruvida det är möjligt att ta steget fullt ut och för framtiden helt förbjuda röstvärdesdifferenser är bl. a. beroende av hur ett nytt system för kontroll av utländska övertaganden av svenska företag kommer att utformas.

Betydligt mer komplicerat torde det vara att genomföra den andra typen av åtgärder, dvs. att begränsa eller avskaffa röstvärdesdifferenserna i bolag som redan har sådana differenser. Aktieägarna har givetvis möjlighet att själva, genom beslut på bolagsstämma, genomföra en sådan förändring. Lagen uppställer emellertid för denna typ av beslut ett mycket högt majoritetskrav. Enligt ABL 9 kap. 15 § krävs att samtycke lämnas dels av hälften av ägarna till samtliga aktier av det slag vilkas rätt försämras, dels av ägarna till nio tiondelar av de aktier av detta slag som företräds på stämman.

Att lagstiftningsvägen vidta sådana åtgärder skulle innebära ett långt-

gående ingrepp i den svenska aktiebolagslagstiftningen. Det skulle också i många bolag få till följd en kraftig och omedelbar förändring av rådande maktförhållanden. Denna typ av åtgärder har aldrig diskuterats i Sverige. Utomlands har den, bl. a. i Västtyskland, avvisats såsom författningsstridig.

Källor och litteratur

Litteratur

* = citerad eller åberopad

Andrews, W. D., The stockholder's right to equal opportunity in the sale of shares, *Harvard Law Review,* 1965, s. 505.

* Ballantine, H. W., *Ballantine on corporations,* Rev. ed., Chicago, 1946.

* Berle, A. A., Non-voting stock and "banker's control", *Harvard Law Review,* 1926, s. 673.

* Berle, A. A. och G. Means, *The modern corporation and private property,* New York, 1932. Rev. ed. 1968.

Conard, A. F., An overview of the laws of corporations, *Stanford Law Review,* 1951/52, s. 623.

Eisenberg, M. A., *The structure of the corporation – a legal analysis,* Boston and Toronto, 1976.

* Frommel, S. N. och J. H. Thompsson, *Company Law in Europe,* Kluwer, Deventer, 1975.

Förslaget till ny aktiebolagslag, *Industriförbundets meddelanden,* 1941, Nr 6.

Gessler, E., Das neue Aktienrecht, *Der Betriebs-Berater,* 20 juni, 1965, s. 677.

Godin, H. och S. Wilhelmi, *Aktiengesetz vom 6 September 1965. Kommentar.* 3. Auflage, Berlin, 1967.

* Gomard, B., *Aktieselskabsret,* Köpenhamn, 1970.

* Gordon, R. A., *Business Leadership in the Large Corporation,* Washington, 1945.

Gower, L. C. B., *The principles of modern company law,* London, 1969.

Hagströmmer, J., *Om aktiebolag enligt svensk rätt,* Uppsala, 1872.

* Hallstein, W., *Die Aktienrechte der Gegenwart,* Berlin, 1931.

* Hermansson, C. H., *Monopol och storfinans,* Stockholm, 1962.

* Hetherington, J. A. C., Fact and Legal Theory: Shareholders, Managers, and Corporate Social Responsibility, *Stanford Law Review,* 1968/69, s. 248.

* Hornstein, G. D., *Corporation Law and Practice,* Vol. 1, St. Paul, 1959.

* Hueck, A., *Gesellschaftsrecht,* Dreizehnte Auflage, München und Berlin, 1965.

Kedner, G. och C. M. Roos, *Aktiebolagslagen,* Stockholm, 1978.

* Köersner, A., Lag om vissa inskränkningar i rätten att förvärva fast egendom eller gruva eller aktier i vissa bolag, *Meddelanden från Sveriges Industriförbund,* 1916, Nr 13.

Levy, A. B., *Private corporations and their control,* Vol. II, London, 1950.

* Lidén, L., *Makten över företaget.* En analys av ansvarsfördelningen mellan bolagsstämma, styrelse och verkställande direktör, Stockholm, 1973.

* Manipulation of Voting Control – The Stock Split, *Stanford Law Review,* 1951/52, s. 575.

Marthinussen, H. F., *Aksjeloven,* Oslo, 1960.

* Möller, B., *Svensk aktiemarknad,* Göteborg, 2 uppl., 1962.
* Nial, H., *Aktiebolagsrättsliga studier,* Stockholm, 1935.
* Nial, H., Minoritetsskydd i aktiebolag, *SvJT,* 1941, s. 702.
Nial, H., *Svensk associationsrätt i huvuddrag,* Stockholm, 2 uppl., 1976.
* Nial, H., Till frågan om kontrollen över aktiebolags förvaltning, *Ekonomen,* 1932, Nr 6.
* Nonequity voting shares – separation of corporate control from ownership: Stroh v. Blackhawk Holding Corp., *University of Colorado Law Review,* 1972/73, s. 433.
* O'Neal, F. H., Control Distribution Devices, *Corporate Practice Commentator,* 1970/71, s. 34.
* Oleck, H. L., *Modern Corporation Law,* Vol. 1–6, Indianapolis, 1958–60.
Pennington, R. R., *Company Law,* Fourth edition, 1979.
Rodhe, K., *Aktiebolagsrätt.* Enligt 1944 års lag om aktiebolag, 5 uppl., Stockholm, 1968.
* Rodhe, K., *Aktiebolagsrätt.* Enligt 1975 års lag om aktiebolag, 10 uppl., Stockholm, 1981.
* Rodhe, K,. Allmänna pensionsfonden såsom aktieägare, *SvJT,* 1975, s. 75.
* Rodhe, K., Vem bestämmer i de stora aktiebolagen?, *Ekonomisk Revy,* 1950, s. 287.
* Roos, C. M., *Avtal och rösträtt,* Stockholm, 1969.
* Rotondi, M., *Enquête comparative sur les sociétés par actions,* Kluwer, The Netherlands, 1974.
Schmitthoff, C. M., *Palmer's company Law,* Vol. I, London, 1976.
Schneider, C. W. och J. M. Manko, Going Public – Practice, Procedure and Consequences, *Corporate Practice Commentator,* 1970/71, s. 297.
* Spånt, R., *Den svenska förmögenhetsfördelningens utveckling,* (SOU 1979:9).
* Spånt, R., *Hushållens aktieägande i Sverige,* (SOU-serien 1982).
* Stevens, W. H. S., Voting rights of capital stock and shareholders, *The Journal of Business of the University of Chicago,* 1938, Nr 4, s. 311.
* Sundqvist, S-I., Hot mot aktiemarknaden, *Dagens Nyheter,* 1980-11-30.
Taxell, L. E., *Aktieägarens rättsskydd,* Åbo, 1961.
Taxell, L. E., Aktieägarens rättsskydd – synpunkter de lege ferenda, *JFT,* 1962, s. 305.
Taxell, L. E., *Om aktierätt vid bolagsstämma,* Åbo, 1959.
Williston, S., History of the law of business corporations before 1800, *Harvard Law Review,* 1888, Nr 3 och Nr 4.

Offentligt tryck

Sverige

Aktiebolagslagen 1895
Förslag till lagar om Enkla bolag och handelsbolag, om aktiebolag samt om föreningar för ekonomisk verksamhet m. m., Stockholm, 1890.

Aktiebolagslagen 1910
* *Förslag till lag om aktiebolag äfvensom till andra därmed sammanhängande författningar,* Kommittébetänkanden I, 1910.
Proposition med förslag till lag om aktiebolag och till lag om vissa ändringar i lagen om handelsbolag och enkla bolag, den 28 juni 1895, (Prop. 1910:54).

Aktiebolagslagen 1944

* *Lagberedningens förslag till lag om aktiebolag m. m. I. Lagtext II. Motiv,* (SOU 1941:8, 9).

Lagrådets utlåtande över lagberedningens förslag till lag om aktiebolag m. m., (SOU 1942:47).

Proposition med förslag till lag om aktiebolag m. m., (Prop. 1944:5).

Första särskilda utskottets utlåtande nr 1. 1944 i anledning av Prop. 1944:5.

Aktiebolagslagen 1975

* *Förslag till aktiebolagslag m. m.,* (SOU 1971:15).

* *Proposition med förslag till lag om aktiebolagslag m. m.,* (Prop. 1975:103).

Lagutskottets betänkande 1975/76:4 med anledning av propositionen 1975:103 med förslag till ny aktiebolagslag, m. m. jämte motioner, (LU 1975/76:4).

"1916 års lag"

Proposition med förslag till lag om vissa inskränkningar i rätten att förvärva fast egendom eller gruva eller aktier i vissa bolag m. m., (Prop. 1916:137).

Utlåtande i anledning av dels Kungl. Maj:ts proposition med förslag till lag om vissa inskränkningar i rätten att förvärva fast egendom eller gruva eller aktier i vissa bolag m. m. dels ock i anledning därav väckta motioner, (LU 1916:34).

* *Proposition med förslag till lag ang. ändrad lydelse av 2 § lagen den 30 maj 1916 (nr 156) om vissa inskränkningar i rätten att förvärva fast egendom eller gruva eller aktier i vissa bolag m. m.,* (Prop. 1934:217).

Utlåtande i anledning av Kungl. Majt:s proposition med förslag till lag angående ändrad lydelse av 2 § lagen den 30 maj 1916 (nr 156) om vissa inskränkningar i rätten att förvärva fast egendom eller gruva eller aktier i vissa bolag m. m. ävensom i ämnet väckta motioner, (LU 1934:55).

* *Kontroll av utländsk företagsetablering i Sverige m. m.,* (SOU 1978:73).

Övrigt

* *Fondbörsen,* (SOU 1973:60).

Om fondkommissionsrörelse m. m., (SOU 1976:54).

* *Proposition med förslag till fondkommissionslag m. m.,* (Prop. 1978/79:9).

* *Ägande och inflytande inom det privata näringslivet.* Koncentrationsutredningen V, (SOU 1968:7).

* *Ägandet i det privata näringslivet,* (SIND 1980:5).

Förslag till förenklingar i vissa delar av aktiebolagslagen, (SOU 1958:27).

* *Kapitalmarknaden i svensk ekonomi, bilaga 3,* (SOU 1978:13).

Riksdagsmotioner med tillhörande utlåtande av lagutskottet

Motion	75/76:2112	LU 75/76:14
Motion	76/77:1049	LU 76/77:29
Motion	77/78:422	LU 77/78:20

Danmark

* *Betænkning om revision af aktieselskabslovgivningen.* Betænkning nr 362. Köpenhamn, 1964.

Betænkning om en fællesnordisk aktieselskabslovgivning., Betænkning nr 540, Köpenhamn, 1969.

Finland

Förslag till en ny lag om aktiebolag. Kommittébetänkande 1969:A 20.

* *Regeringens proposition till Riksdagen med förslag till ny lagstiftning om aktiebolag* 1977 rd. nr 27. 8518/76.

Norge

Aksjonaerforhold og styresammensetning i aksjeselskaper 1963, Norges offisielle statistik, Statistisk Sentralbyrå, Oslo, 1967.

Instilling om lov om aksjeselskaper. Avgitt i mars 1970 av lagmann Hans Fredrik Marthinussen på grunnlag av uppdrag gitt ved konglige resolusjoner 27 januar 1962 og 22 februar 1963.

Ot. prp. Nv. 19 (1974–75). *Om lov om aksjeselskaper.* Oslo.

Inst. O.nr 50 (1975–76). *Instilling fra justiskommiteen om lov om aksjeselskaper.* Oslo.

England

* Report of the Company Law Committee, Cmnd. 1749, London, June 1962.

Company Law Reform, Cmnd. 5391, London, July 1973.

USA

Voting rights in major corporations. *United States Senate. Document No. 95–99, 95th Congress, 2d Session,* Jan. 1978.

Övrigt

* *Allmänna Pensionsfonden Fjärde fondstyrelsen. Årsredovisning 1980.*

Bankirfirman Öhmans *Börsguide 81.*

Svenska aktiebolag 77/78, Norstedts.

Understanding the New York Stock Exchange, New York, 1976.

Opublicerat material

* Bolagsordningar i bolag med börsregistrerade aktier gällande 1980-11-28.
* Förarbeten till aktiebolagsutredningens förslag till aktiebolagslag m. m., (SOU 1971:15). Riksarkivet, Stockholm.
* Förarbeten till koncentrationsutredningens betänkande Ägande och inflytande inom det privata näringslivet. Koncentrationsutredningen V, (SOU 1968:7). Riksarkivet, Stockholm.
* Förarbeten till Lagberedningens förslag till 1944 års aktiebolagslag, (SOU 1941: 8, 9). Riksarkivet, Stockholm.
* Remissvar från Sveriges aktiesparares riksförbund på Förslag till ny aktiebolagslag m. m., (SOU 1971:15), 1971-11-14.
* Remissvar från Svenska Arbetsgivareföreningen, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlareföreningen, Sveriges Allmänna Exportförening, Sveriges Grossistförbund, Sveriges Industriförbund och Sveriges Köpmannaförbund på Förslag till ny aktiebolagslag m. m., (SOU 1971:15), 1971-12-22.
* Statistik över aktieutdelningar 1979 redovisade enligt 18 a-uppgifter till Riksskatteverket, Riksskatteverket, Solna.
* Statistiskt material från Statistiska Centralbyrån till Lagberedningen. Avgående skrivelser 1937, BI a:180, Statistiska Centralbyrån, Stockholm.

Bilaga 1 Tabellbilaga

Tabell 1 Företag med aktier noterade på Stockholms fondbörs A I- respektive A II-lista samt fondhandlarlistan 1981-01-02

*	=	Röstvärdesdifferenser föreligger mellan olika slag av stamaktier.
**	=	Röstvärdesdifferenser föreligger mellan stam- och preferensaktier.
***	=	Röstvärdesdifferenser föreligger dels mellan olika slag av stamaktier, dels mellan stam- och preferensaktier.
( )	=	Bolagsordningen innehåller bestämmelse att bolaget skall kunna ge ut aktieslag med olika röstvärden, men bestämmelsen är i praktiken inte utnyttjad.

A I	*Industri*			
	*	ABV		Forsen
	*	AGA	*	Fortia
	*	Ahlsell		Garphytte Bruk
	*	Alfa-Laval	*	Grafoprint
	*	Alfort & Cronholm	**	Gunnebo Bruk
		ASEA	*	H & M
		Astra	*	Hexagon
	(*)	Atlas Copco	*	Holmens Bruk
	(*)	Bahco	*	Hufvudstaden
	*	Becker	**	Höganäs
	*	Beijerinvest		Iggesunds Bruk
		Billerud	**	Incentive
		Bofors	*	Indep. Leasing
	*	Boliden		IRO
	*	B et B. Finans	(*) **	KemaNobel
		Broströms	***	Korsnäs-Marma
	*	Cementgjuteriet	*	Marabou
	*	DN	*	Mo & Domsjö
		Diligentia	***	Monark
	*	Edstrand	*	Munksjö
	*	Electrolux	***	Nife Jungner
		Elverk		Nymölla
	*	Ericsson L M	(*)	Papyrus
		ESAB	*	Perstorp
	*	Esselte	*	Pilen
	(*)	Euroc	*	PLM
	*	FABEGE	*	Prospector
	*	Fagersta	*	SCA
		Fläkt	*	SKF

	**	Saab-Scania		Svea
	***	Saba	*	Sw. Match
	*	Sandvik	***	Transatlantic
	*	Scansped	*	Trelleborg
	***	Skåne-Gripen		Uddeholm
		Sonesson	*	Volvo
		St. Kopparberg	*	Åkermans
A I	*Investmentbolag*			
	(*)	Almedahl	*	Industrivärden
	*	Asken		Investor
	(*)	Borås Invest	*	Kinnevik
		Cardo	*	Promotion
		Carnegie & Co		Providentia
	*	Custos		Rang Invest
	*	Eken	***	Ratos
		Export-Invest	*	Säfveån
	*	Företagsfinans		Öresund
	*	Hevea		
A I	*Banker, Försäkringsbolag*			
	**	Götabanken		Uplandsbanken
		SE-banken	**	Wermlandsbanken
	(**)	Skaraborgsbanken		Östgötabanken
	*	Skånska Banken		Atlantica
		Sundsvallsbanken		Skandia
	**	Svenska Handelsbanken		
A II	*Industri*			
	*	AEG	***	Monark[a]
		Barkman & Co		Rotor
	*	Bergman & Beving	*	S & Stohne
	***	Bulten-Kanthal	*	Skrinet
	*	Eldon		Sporrong
	*	Fagerhult	***	Sydkraft
	*	Faluhus		Upsala-Ekeby
		Jacobson & Widmark		
A II	*Investmentbolag*			
		Aritmos		SILA
		Gorthon Invest	*	Wigral
		OPUS		
	*	Saléninvest		
A II	*Banker*			
		Jämtlands Folkbank		
	Fondhandlarlistan			
		Gotland Red.		Stockhoms Badhus
		Holmia		Stockholms Ångslup
		Kanalen	*	Tornet
	***	Kockums Jernv.		Tretorn

[a] För Monark gäller att A-aktierna noteras på A I- och B-aktierna på A II-listan.

Tabell 2 Aktiekapital, antal ägare, antal aktier av respektive aktieslag samt röstvärde, i företag med aktier noterade på Stockholms fondbörs AI- respektive A II-lista 1981-01-02. Tabellen upptar företag med röstvärdesdifferenser mellan olika slag av stamaktier

Företag	Aktie-kapital milj. kr	Antal ägare	Aktie-slag	Antal aktier (x1 000)	Röst-värde	Andel av röstetal (%)	Andel av aktiekap. (%)
AI Industri							
ABV	80	8 300	A	800	10	91	50
			B	800	1	9	50
AGA	340	19 000	A	5 600	1	98	82
			B	1 200	1/10	2	18
Ahlsell	120	7 300	A	2 100	1	99	87
			B	300	1/10	1	13
Alfa-Laval	520	25 800[a]	A	5 300	1	99,9	51
			B	5 100	1/1 000	0,1	49
Alfort & Cronholm	24	1 700	A	240	1	91	50
			B	240	1/10	9	50
Becker	57	3 300	A	1 000	10	97	88
			B	140	1	3	12
Beijerinvest	299	29 800[a]	A	180	10	24	3
			B	5 800	1	76	97
Boliden	460	25 500	A	4 200	1	98	91
			B	400	1/5	2	9
B et B. Finans	30	1 400	A	90	10	64	15
			B	510	1	36	85
Cement-gjuteriet	204	19 000	A	220	10	36	5
			B	3 860	1	64	95
DN	104	7 200	A	1 640	1	28,5	79
			B	28	1	0,5	1
			C	410	10	71	20
Edstrand	60	2 100	A	90	10	64	15
			B	510	1	36	85
Electrolux	1 239	40 500[a]	A	1 000	1	98	4
			B	23 785	1/1000	2	96
Ericsson L M	1 090	82 000[a]	A	2 490	1	99	11
			B	19 300	1/1000	1	89
Esselte	319	12 200[a]	A	4 780	5	94	75
			B	1 590	1	6	25
FABEGE	15	1 900	A	150	10	52	10
			B	1 360	1	48	90
Fagersta	149	9 100	A	620	10	88	42
			B	870	1	12	58

Företag	Aktie-kapital (mkr)	Antal ägare	Aktie-slag	Antal aktier (x1 000)	Röst-värde	Andel av röstetal (%)	Andel av aktiekap. (%)
Fortia	125	6 400	A	520	1	73	21
			B	1 970	1/10	27	79
Grafoprint	55	1 400	A	1 000	1	50	91
			B	100	10	50	9
H & M	58	4 800	A	310	10	61	13
			B	2 020	1	39	87
Hexagon	47	2 000	A	60	10	59	13
			B	410	1	41	87
Holmens Bruk	247	8 200	A	1 500	1	99,9	61
			B	970	1/1 000	0,1	39
Hufvud-staden	150	3 000	A	3 280	1	8	55
			B	2 340	1	6	39
			C	360	100	86	6
Indep. Leasing	30	1 400	A	280	10	90	47
			B	320	1	10	53
Korsnäs-Marma	368	11 400	A	2 980	1	97,7	81
			B	600	1/10	2	16
			Pref.	100	1/10	0,3	3
Marabou	60	1 800	A	200	1	83	33
			B	400	1/10	7	67
Mo & Domsjö	391	16 600	A	1 760	5	80	45
			A1	680	1	6	18
			B	1 470	1	13	38
Monark	56	2 200	A	640	1	93	57
			B	320	1/10	5	29
			Pref.	160	1/10	2	14
Munksjö	84	2 800	A	240	10	80	29
			B	600		20	71
Nife Junger	50	3 500	A	80	1	80	8
			B	910	1/1000	1	90
			Pref.	19	1	19	2
Perstorp	95	4 800	A	360	10	70	19
			B	1 540	1	30	81
Pilen	23	11 200	A	450	1	91	50
			B	450	1/10	9	50
PLM	134	11 300	A	2 060	1	97	77
			B	610	1/10	3	23
Prospector	16	1 000	A	50	1	66	18
			B	270	1/10	34	82

Företag	Aktie-kapital (mkr)	Antal ägare	Aktie-slag	Antal aktier (x1 000)	Röst-värde	Andel av röstetal (%)	Andel av aktiekap. (%)
SCA	603	43 200	A	4 630	10	86	38
			B	7 420	1	14	62
SKF	900	44 100	A	9 850	1	99,9	55
			B	8 150	1/1 000	0,1	45
Saba	108	10 000	A	1 440	1	95	67
			B	510	1/10	3	24
			Pref.	210	1/10	1	10
Sandvik	927	22 200	A	8 030	1	98	87
			B	1 240	1/10	2	13
Scansped	32	1 400	A	100	1	65	16
			B	540	1/10	35	84
Skåne Gripen	23	13 500	A	1 500	1	88	45
			B	1 830	1/10	11	55
			Pref.	17	1	1	0,5
Sw. Match	405	40 000[a]	A	1 500	1	99,6	19
			B	6 590	1/1000	0,4	81
Transatlantic	53	1 480	A	400	1	97	75
			B	100	1/10	2	19
			Pref.	30	1/10	1	6
Trelleborg	126	6 800	A	330	10	78	26
			B	925	1	22	74
Volvo	1 059	126 100[a]	A	9 400	1	89	44
			B	11 780	1/10	11	56
Åkermans	58	3 170	A	200	1	49	9
			B	2 120	1/10	51	91
AI Investmentbolag							
Asken	92	4 950	A	1 370	1	97	75
			B	460	1/10	3	25
Custos	230	16 830	A	3 440	1	97	75
			B	1 150	1/10	3	25
Eken	25	2 620	A	25	10	53	10
			B	225	1	47	90
Företags-finans	54	2 170	A	110	10	53	10
			B	960	1	47	90
Hevea	27	2 860	A	270	10	91	50
			B	270	1	9	50
Industri-värden	143	15 980	A	2 360	1	86	83
			B	370	1	13	13
			C	120	1/10	1	4

Företag	Aktie-kapital (mkr)	Antal ägare	Aktie-slag	Antal aktier (x1 000)	Röst-värde	Andel av röstetal (%)	Andel av aktiekap. (%)
Kinnevik	102	2 230	A	730	1	96	72
			B	290	1/10	4	28
Promotion	94	6 060	A	60	10	41	6
			B	880	1	59	94
Ratos	363	3 540	A	2 180	1	92	60
			B	1 400	1/10	6	39
			Pref.	50	1	2	1
Säfveån	98	17 650	A	75	10	28	4
			B	1 890	1	72	96
AI Banker, Försäkringsbolag							
Skånska Banken	51	7 280	A	640	1	94	63
			B	380	1/10	6	27
AII Industri							
AEG	30	2 500	A	200	10	83	33
			B	400	1	7	67
Bergman & Beving	19	1 640	A	27	10	44	7
			B	350	1	56	93
Bulten-Kanthal	118	1 420	A	860	1	96,5	73
			B	290	1/10	3	24
			Pref.	28	1/10	0,3	2
Eldon	27	1 790	A	70	10	60	13
			B	470	1	40	87
Fagerhult	12	730	A	96	1	87	40
			B	144	1/10	3	60
Faluhus	4,5	500	A	18	10	71	20
			B	71	1	29	80
Monark		Se under A I Industri					
Skrinet	35	740	A	80	1	56	11
			B	620	1/10	44	89
S & Stohne	11	670	A	22	10	59	10
			B	188	1	46	90
Sydkraft	417	3 900	A	2 720	1	94,6	65
			Pref. B	10	1	0,3	0,2
			C	1 440	1/10	5	35
AII Investmentbolag							
Saléninvest	75	3 100	A	75	10	53	10
			B	675	1	47	90
Wigral	15	560	A	60	1	71	20
			B	240	1/10	29	80

[a] = exklusive aktieägare vilkas aktier förvaltas av utländska förvaltare.

Tabell 3 Aktiekapital, antal ägare, antal aktier av respektive aktieslag samt röstvärde, i företag med aktier noterade på Stockholms fondbörs A I- respektive A II-lista 1981-01-02. Tabellen upptar företag med röstvärdesdifferenser mellan stam- och preferensaktier

Företag	Aktiekapital milj.kr	Antal ägare	Aktieslag	Antal aktier (x1 000)	Röstvärde	Andel av röstetal (%)	Andel av aktiekap. (%)
AI Industri							
Gunnebo Bruk	37	1 500	Stam	360	1	99,7	97
			Pref.	10	1/10	0,3	3
Höganäs	98	7 500	Stam	1 800	1	99,2	92
			Pref.	150	1/10	0,8	8
Incentive	182	9 400	Stam	2 110	1	93	58
			Pref. A	400	1/10	2	11
			Pref. B	700	1/10	3	19
			Pref. C	420	1/10	2	12
Kema Nobel	416	13 500	Stam	7 410	1	99	89
			Pref.	910	1/10	1	11
Korsnäs-Marma	Har även stamaktieslag med olika röstvärden, se tabell 2.						
Monark	Har även stamaktieslag med olika röstvärden, se tabell 2.						
Nife Jungner	Har även stamaktieslag med olika röstvärden, se tabell 2.						
Saab Scania	792	41 600	Stam	15 720	1	100	99
			Pref.	120	1/1000	0	1
Saba	Har även stamaktieslag med olika röstvärden, se tabell 2.						
Skåne Gripen	Har även stamaktieslag med olika röstvärden, se tabell 2.						
Transatlantic	Har även stamaktieslag med olika röstvärden, se tabell 2.						
AI Investmentbolag							
Ratos	Har även stamaktieslag med olika röstvärden, se tabell 2.						
AI Banker, Försäkringsbolag							
Götabanken	204	15 900	Stam	7 270	1	99	89
			Pref.	880	1/10	1	11
Svenska Handelsbanken	631	65 900	Stam	25 810	1	98	82
			Pref. A	1 250	1/10	0,5	4
			Pref. B	1 250	1/10	0,5	4
			Index	3 230	1/10	1	10
Wermlandsbanken	98	8 000	Stam	1 800	1	99	92
			Pref.	150	1/10	1	8
AII Industri							
Bulten-Kanthal	Har även stamaktieslag med olika röstvärden, se tabell 2.						
Monark	Se under A I Industri.						
Sydkraft	Har även stamaktieslag med olika röstvärden, se tabell 2.						

Tabell 4 Rösträttsbegränsningar i företag med aktier noterade på Stockholms fondbörs A I- respektive A II-lista 1981-01-02

U. b. = Utan rösträttsbegränsning; var och en får rösta för fulla antalet företrädda aktier.

ABL 9:3 = Bestämmelsen i ABL 9 kap. 3 § tillämpas; ingen får rösta för mer än en femtedel av det på stämman företrädda aktiekapitalet.

* = Företaget har utelöpande aktieslag med skilda röstvärden.

Företag	U. b.	ABL 9:3	Annan begränsning
A1 Industri			
* ABV	x		
* AGA			1/5 av totala röstetalet
* Ahlsell		x	
* Alfa-Laval		x	
* Alfort & Cronholm	x		
ASEA	x		
Astra	x		
Atlas Copco	x		
Bahco	x		
* Becker	x		
* Beijerinvest	x		
Billerud	x		
Bofors	x		
* Boliden	x		
* B et B. Finans	x		
Broströms	x		
* Cementgjuteriet	x		
* Dagens Nyheter	x		
Diligentia	x		
* Edstrand	x		
* Electrolux	x		
Elverk	x		
* Ericsson L M	x		
ESAB		x	
* Esselte			1/5 av totala antalet aktier
Euroc			1/10 av företrädda antalet aktier
* FABEGE	x		
* Fagersta	x		
Fläkt	x		
Forsen	x		
* Fortia	x		
Garphytte Bruk	x		
* Grafoprint	x		

Företag	U. b.	ABL 9:3	Annan begränsning
* Gunnebo Bruk	x		
* H & M	x		
* Hexagon	x		
* Holmens Bruk			1/4 av företrädda röstetalet
* Hufvudstaden	x		
* Höganäs		x	
Iggesunds Bruk			1/4 av totala antalet aktier
* Incentive	x		
* Indep. Leasing	x		
IRO	x		
* KemaNobel		x	
* Korsnäs-Marma	x		
* Marabou	x		
* Mo och Domsjö			1/4 av totala antalet aktier
* Monark	x		
* Munksjö	x		
* Nife Jungner		x	
Nymölla	x		
Papyrus	x		
* Perstorp		x	
* Pilen	x		
* PLM		x	
* Prospector		x	
* SCA			
* SKF	x		
* Saab-Scania	x		
* Saba	x		
* Sandvik			1/4 av företrädda antalet aktier
* Scansped	x		
* Skåne-Gripen			1/10 av företrädda röstetalet
Sonesson	x		
Stora Kopparberg			1/10 av företrädda röstetalet
Svea		x	
* Sw. Match	x		
* Transatlantic	x		
* Trelleborg	x		
Uddeholm		x	
* Volvo	x		
* Åkermans	x		
AI Investmentbolag			
Almedahl		x	
* Asken	x		
Borås Invest	x		
Cardo		x	
Carnegie & Co	x		
* Custos	x		

Företag	U. b.	ABL 9:3	Annan begränsning
* Eken	x		
Export-Invest	x		
* Företagsfinans	x		
* Hevea	x		
* Industrivärden	x		
Investor	x		
* Kinnevik	x		
* Promotion	x		
Providentia	x		
Rang Invest		x	
* Ratos	x		
* Säfveån	x		
Öresund		x	
AI Banker, Försäkringsbolag			
* Götabanken			1/10 av företrädda antalet aktier
SE Banken			1/50 av totala antalet aktier
Skaraborgsbanken			1/10 av företrädda antalet aktier
* Skånska Banken			1/10 av företrädda antalet A-, 1/100 av antalet B-aktier
Sundsvallsbanken			1/10 av företrädda antalet aktier max. 800
* Svenska Handelsbanken			Max. summan av 1/20 av företrädd antalet stam- och 1/200 av företräd antalet prefensaktier
Uplandsbanken			1/10 av företrädda antalet aktier
* Wermlandsbanken			1/10 av företrädda antalet aktier
Östgötabanken			1/10 av företrädda antalet aktier
Atlantica		x	
Skandia			Graderad skala, max. 30 röster
AII Industri			
* AEG	x		
Barkman & Co	x		
* Bergman & Beving	x		
* Bulten-Kanthal		x	
* Eldon		x	
* Fagerhult	x		
* Faluhus	x		
Jacobson & Widmark	x		
Rotor	x		
* S & Stohne	x		
Skrinet	x		
Sporrong		x	
* Sydkraft		x	
Upsala-Ekeby		x	

Företag	U. b.	ABL 9:3	Annan begränsning
All Investmentbolag			
Aritmos		x	
Gorthon Invest	x		
OPUS	x		
* Saléninvest	x		
SILA		x	
* Wigral		x	
All Banker			
Jämtlands Folkbank			Max. 50 aktier

Tabell 5 Uppskattad utlandsägd andel av aktiekapitalet i företag med aktier noterade på Stockhoms fondbörs A I- respektive A II-lista 1981-01-02

Företag	Utl. ägd andel (%)	Företag	Utl. ägd andel (%)
AI Industri			
ABV	<1	Holmens Bruk	2
AGA	3	Hufvudstaden	<1
Ahlsell	2	Höganäs	1
Alfa-Laval	4	Iggesunds Bruk	3
Alfort & Cronholm	7	Incentive	2–4
ASEA	4	Indep. Leasing	22
Astra	3	IRO	6
Atlas Copco	3	KemaNobel	2
Bahco	4	Korsnäs-Marma	1
Becker	1	Marabou	71
Beijerinvest	4	Mo & Domsjö	6
Billerud	–[a]	Monark	6
Bofors	2	Munksjö	–
Boliden	–	Nife Jungner	7
B et B. Finans	–	Nymölla	–
Broströms	–	Papyrus	1
Cementgjuteriet	5	Perstorp	6
DN	5	Pilen	<1
Diligentia	1	PLM	13
Edstrand	21	Prospector	–
Electrolux	10	SCA	3
Elverk	<1	SKF	10
Ericsson L M	11	Saab-Scania	3
ESAB	–	Saba	–
Esselte	2	Sandvik	1
Euroc	1	Scansped	<1
FABEGE	–	Skåne-Gripen	–
Fagersta	<1	Sonesson	1
Fläkt	2	St. Kopparberg	2
Forsen	<1	Svea	–
Fortia	1	Sw. Match	8
Garphytte Bruk	–	Transatlantic	<1
Grafoprint	5	Trelleborg	–
Gunnebo Bruk	<1	Uddeholm	–
H & M	13	Volvo	5
Hexagon	1	Åkermans	3
AI Investmentbolag			
Almedahl	1	Industrivärden	2
Asken	4	Investor	3
Borås Invest	11	Kinnevik	1
Cardo	2	Promotion	1
Carnegie & Co	4	Providentia	2
Custos	–	Rang Invest	1
Eken	<1	Ratos	2
Export-Invest	2	Säfveån	1
Företagsfinans	1	Öresund	3
Hevea	4		

Företag	Utl. ägd andel (%)	Företag	Utl. ägd andel (%)
AI Banker, Försäkringsbolag			
Götabanken	1	Uplandsbanken	1
SE-banken	2	Wermlandsbanken	1
Skaraborgsbanken	2	Östgötabanken	<1
Skånska Banken	<1	Atlantica	7
Svenska Handelsbanken	1	Skandia	4
AII Industri			
AEG	30	Rotor	6
Barkman & Co	10	S & Stohne	1
Bergman & Beving	<1	Skrinet	<1
Bulten-Kanthal	1	Sporrong	5
Eldon	1	Sydkraft	<1
Fagerhult	2		
Faluhus	<1	Upsala-Ekeby	1
Jacobson & Widmark	21		
AII Investmentbolag			
Aritmos	2	SILA	<1
Gorthon Invest	2	Wigral	15
OPUS	<1		
Saléninvest	–		
AII Banker			
Jämtlands Folkbank	1		

[a] – = uppgift saknas.

Bilaga 2 Gällande regler för inregistrering av aktier vid Stockholms fondbörs[1]

De grundläggande bestämmelserna för verksamheten vid Stockholms fondbörs återfinns i fondkommissionslagen (1979:748) och Lag om Stockholms fondbörs (1979:749). Närmare bestämmelser anges i förordningen (1979:996) om Stockholms fondbörs, som fastställts av regeringen. Detaljregleringen av börsens verksamhet är överlämnad åt börsens styrelse, som inom ramen för generella bestämmelser har att självständigt träffa avgöranden och utbilda praxis, t. ex. beträffande prövningen av förutsättningarna för aktieintroduktion.

Av börsstyrelsen meddelat beslut om inregistrering av aktier vid fondbörsen medför att aktierna får bli föremål för affärer och kursnotering vid fondbörsen.

Vid prövning av ansökan om inregistrering skall enligt lagen om Stockholms fondbörs, 19 §, hänsyn tas till bolagets ekonomiska ställning, marknadsförhållandena för det papper som avses och andra omständigheter av betydelse för en ändamålsenlig börshandel. Närmare föreskrifter om villkoren för inregistrering skall meddelas av regeringen.

Börsförordningens 19 § stadgar bl. a. att inregistrering av aktier, med vissa undantag, inte får ske om bolagets aktiekapital understiger två miljoner kronor eller dess egna kapital understiger fyra miljoner kronor.

Preciserade bestämmelser om vad som i materiellt hänseende krävs för bifall till en ansökan om inregistrering finns varken i lagen om Stockholms fondbörs eller i börsförordningen. Hittills har det, som ovan påpekats, i stor utsträckning ankommit på börsstyrelsen att utbilda praxis i frågan. Enligt föredragande statsrådet är de nya lagreglerna inte avsedda att "leda till några påtagliga förändringar i sak".[2] Vi torde därför även fortsättningsvis ha att räkna med tre typer av krav som måste vara uppfyllda för att registrering skall tillåtas.

1. Krav avseende *bolagets storlek.*
2. Krav avseende *viss spridning* av bolagets aktier.
3. Krav avseende *bolagets kvalitet,* bl. a. i fråga om ekonomisk situation och framtidsutsikter.

Vid ansökan om inregistrering av aktie vid fondbörsen anger bolaget huruvida flera aktieslag önskas inregistrerade var för sig eller tillsammans eller om endast ett av aktieslagen önskas inregistrerat. Därvid är att märka att minimikraven för registrering hittills inte gällt för varje särskilt aktieslag, utan för bolagets aktier som helhet. Detta förklarar

[1] Bilagan bygger i huvudsak på Fondbörsutredningens delbetänkande, Fondbörsen, (SOU 1973:60) och Proposition med förslag till fondkommissionslag m. m., (Prop. 1978/79: 9).

[2] Proposition med förslag till fondkommissionslag m. m., (Prop. 1978/79:9), s. 169.

varför A-aktierna i flera bolag är särregistrerade trots att spridningskravet är långt ifrån uppfyllt för dessa A-aktier.

Fondbörsutredningen (Fi 1967:32) föreslog vissa ändringar i inregistreringsreglerna. Förslagen innebar bl. a. att spridningskravet vid särregistrering skulle avse varje särskilt aktieslag.[1] Frågan blev emellertid varken reglerad i lagen om Stockholms fondbörs eller i börsförordningen. Den är f. n. föremål för överväganden inom börsstyrelsen.

Redan nu kan dock en viss skärpning av inregistreringskraven noteras. I samband med att ansvaret för all börsverksamhet här i landet lades på styrelsen för Stockholms fondbörs har flertalet av de bolag vilkas aktier tidigare noterades på den s. k. fondhandlarlistan, ansökt om inregistrering på A I- eller A II-listan. För många av dessa bolag har registrering beviljats endast av *ett* aktieslag trots att samnotering tidigare skett av flera aktieslag.

Det finns alltså skäl att i framtiden räkna med en skärpning av börsstyrelsens praxis i fråga om inregistrering av skilda aktieslag. Som en följd av detta kommer börsstatistikens läsvärde förmodligen öka och möjligheten att studera omsättning m. m. för varje särskilt aktieslag, att förbättras.

[1] Fondbörsen, (SOU 1973:60), s. 66.

Statens offentliga utredningar 1981

Kronologisk förteckning

1. HS 90: Hälsorisker. S.
2. HS 90: Ohälsa och vårdutnyttjande. S.
3. HS 90: Hälso- och sjukvård i internationellt perspektiv. S.
4. HS 90: Utgångspunkter och riktlinjer för det fortsatta arbetet. S.
5. Ny arbetstidslag. A.
6. Översyn av lagen om församlingsstyrelse. Kn.
7. Lag om vård av missbrukare i vissa fall. S.
8. Översyn av sjölagen 1. Ju.
9. Enhetligt huvudmannaskap för högskolan. U.
10. Datateknik i verkstadsindustrin. I.
11. Datateknik i processindustrin. I.
12. Inrikesflyget under 1980-talet. K.
13. Närradio. U.
14. Reformerat kyrkomöte, kyrklig lagstiftning m. m. Kn.
15. Grundlagsfrågor. Ju
16. Film och TV i barnens värld. U.
17. Industrins datorisering. A.
18. Minskat tobaksbruk. S.
19. Översyn av radiolagen. U.
20. Omprövning av samvetsklausulen. Kn.
21. Internationellt patentsamarbete III. H.
22. Sjukersättningsfrågor. S.
23. Tekniska hjälpmedel för handikappade. U.
24. Socialförsäkringens datorer. S.
25. Bra daghem för små barn. S.
26. Omsorger om vissa handikappade. S.
27. Omsorger om vissa handikappade. Sammanfattning, lagförslag, specialmotiveringar. S.
28. Turism och friluftsliv. Det centrala myndighetsansvaret. Jo.
29. Forskningens framtid. U.
30. Forskarutbildningens meritvärde. U.
31. Avtalsvillkor mellan näringsidkare. Ju.
32. Fluor i kariesförebyggande syfte. S.
33. Effekter av investeringar utomlands. I.
34. Fristående skolor för skolpliktiga elever. U.
35. Sjukresor. S.
36. Begravningsverksamheten. Kn.
37. Företags obestånd II. B.
38. Om hets mot folkgrupp. A.
39. Svenk krigsmaterielexport. H.
40. Prisreglering mot inflation? H.
41. Prisreglering mot inflation? Bilagor 1–6. H.
42. Prisreglering mot inflation? Bilagor 7–12. H.
43. De internationella investeringarnas effekter. I.
44. Löntagarna och kapitaltillväxten. Slutrapport. E.
45. Nya medier – text-TV, teledata. U.
46. Ändringar i förvaltningslagen. Ju.
47. Hyresgästinflytande på målning och tapetsering. Bo.
48. Telubaffären. Ju.
49. Den svenska psalmboken. Band 1. Kn.
50. Den svenska psalmboken. Band 2. Kn.
51. Den svenska psalmboken. Band 3. Kn.
52. Den svenska psalmboken. Band 4. Kn.
53. Stockholms kommunala styrelse. Kn.
54. Kooperativa företag. I.
55. Video. U.
56. Bibeln. Nya testamentet. U.
57. Djurens hälso- och sjukvård. Jo.
58. Samverkan vid uppgiftslämnande. B.
59. Datateknik i industriproduktionen. I.
60. Kooperationen i samhället. I.
61. Familjepensionen. S.
62. Familjepensionen. Sammanfattning. S.
63. Samhället och samlingslokalerna. Bo.
64. Våldtäkt. Ju.
65. Svenska kyrkans gudstjänst. Band 5. Kyrkliga handlingar. Kn.
66. Svenska kyrkans gudstjänst. Bilaga 3. Kyrkliga handlingar. Vägen in i kyrkan. Dop, konfirmation, kommunion – aktuella liturgiska utvecklingslinjer. Kn.
67. Svenska kyrkans gudstjänst. Bilaga 4. Kyrkliga handlingar. Äktenskap och vigsel i dag – Liturgiska utecklingslinjer. Kn.
68. Svenska kyrkans gudstjänst. Bilaga 5. Kyrkliga handlingar. Döendet, döden och begravningsgudstjänsten. Kn.
69. Pris på energi. I.
70. Äldre arbetskraft. A.
71. Prostitutionen i Sverige. S.
72. Att avveckla en kortsiktig stödpolitik. I.
73. Landskapsinformation under 1980-talet. Bo.
74. Från hyresrätt till bostadsrätt. Bo.
75. Länsrätternas målområde – administrativ tvåpartsprocess. Kn.
76. Företagshypotek. Ju.
77. Hyresrätt 3. Ju.
78. Löntagarna och kapitaltillväxten 6. E.

Statens offentliga utredningar 1981

Systematisk förteckning

Justitiedepartementet

Översyn av sjölagen 1. [8]
Grundlagsfrågor. [15]
Avtalsvillkor mellan näringsidkare. [31]
Ändringar i förvaltningslagen. [46]
Telubaffären. [48]
Våldtäkt. [64]
Företagshypotek. [76]
Hyresrätt 3. [77]

Socialdepartementet

Hälso- och sjukvård inför 90-talet. 1. Hälsorisker. [1] 2. Ohälsa och vårdutnyttjande. [2] 3. Hälso- och sjukvård i internationellt perspektiv. [3] 4. Utgångspunkter och riktlinjer för det fortsatta arbetet. [4]
Lag om vård av missbrukare i vissa fall. [7]
Minskat tobaksbruk. [18]
Sjukersättningsfrågor. [22]
Socialförsäkringens datorer. [24]
Bra daghem för små barn. [25]
Omsorgskommittén. 1. Omsorger om vissa handikappade. [26] 2. Omsorger om vissa handikappade. Sammanfattning, lagförslag, specialmotiveringar. [27]
Fluor i kariesförebyggande syfte. [32]
Sjukresor. [35]
Pensionskommittén. 1. Familjepensionen. [61] 2. Familjepensionen. Sammanfattning. [62]
Prostitutionen i Sverige. [71]

Kommunikationsdepartementet

Inrikesflyget under 1980-talet. [12]

Ekonomidepartementet

Löntagarna och kapitaltillväxten. 1. Löntagarna och kapitaltillväxten. Slutrapport. [44] 2. Löntagarna och kapitaltillväxten 6. [78]

Budgetdepartementet

Företags obestånd II. [37]
Samverkan vid uppgiftslämnande. [58]

Utbildningsdepartementet

Enhetligt huvudmannaskap för högskolan. [9]
Närradio. [13]
Film och TV i barnens värld. [16]
Översyn av radiolagen. [19]
Tekniska hjälpmedel för handikappade. [23]
Utredningen om forskningens och forskarutbildningens situation. 1. Forskningens framtid. [29] 2. Forskarutbildningens meritvärde. [30]
Fristående skolor för skolpliktiga elever. [34]
Nya medier – text-TV, teledata. [45]
Video. [55]
Bibeln. Nya testamentet. [56]

Jordbruksdepartementet

Turism och friluftsliv. Det centrala myndighetsansvaret. [28]
Djurens hälso- och sjukvård. [57]

Handelsdepartementet

Internationellt patentsamarbete III. [21]
Svensk krigsmaterielexport. [39]
Prisregleringskommittén. 1. Prisreglering mot inflation? [40] 2. Prisreglering mot inflation? Bilagor 1–6. [41] 3. Prisreglering mot inflation? Bilagor 7–12. [42]

Arbetsmarknadsdepartementet

Ny arbetstidslag. [5]
Industrins datorisering. [17]
Om hets mot folkgrupp. [38]
Äldre arbetskraft. [70]

Bostadsdepartementet

Hyresgästinflytande på målning och tapetsering. [47]
Samhället och samlingslokalerna. [63]
Landskapsinformation under 1980-talet. [73]
Från hyresrätt till bostadsrätt. [74]

Industridepartementet

Data- och elektronikkommittén. 1. Datateknik i verkstadsindustrin. [10] 2. Datateknik i processindustrin. [11] 3. Datateknik i industriproduktionen. [59]
Direktinvesteringskommittén. 1. Effekter av investeringar utomlands. [33] 2. De internationella investeringarnas effekter. [43]
Kooperationsutredningen. 1. Kooperativa företag. [54] 2. Kooperationen i samhället. [60]
Pris på energi. [69]
Att avveckla en kortsiktig stödpolitik. [72]

Kommundepartementet

Översyn av lagen om församlingsstyrelse. [6]
Reformerat kyrkomöte, kyrklig lagstiftning m. m. [14]
Omprövning av samvetsklausulen. [20]
Begravningsverksamheten. [36]
1969 års psalmkommitté. 1. Den svenska psalmboken. Band 1. [49] 2. Den svenska psalmboken. Band 2. [50] 3. Den svenska psalmboken. Band 3. [51] 4. Den svenska psalmboken. Band 4. [52]
Stockholms kommunala styrelse. [53]
1968 års kyrkohandbokskommitté. 1. Svenska kyrkans handbok. Band 5. Kyrkliga handlingar. [65] 2. Svenska kyrkans gudstjänst. Bilaga 3. Kyrkliga handlingar. Vägen in i kyrkan. Dop, konfirmation, kommunion – aktuella liturgiska utvecklingslinjer. [66] 3. Svenska kyrkans gudtjänst. Bilaga 4. Kyrkliga handlingar. Äktenskap och vigsel i dag – Liturgiska utvecklingslinjer. [67] 4. Svenska kyrkans gudstjänst. Bilaga 5. Kyrkliga handlingar. Döendet, döden och begravningsgudstjänsten. [68]
Länsrätternas målområde – administrativ tvåpartsprocess. [75]

Anm. Siffrorna inom klammer betecknar utredningarnas nummer i den kronologiska förteckningen.

LiberFörlag
Allmänna Förlaget

ISBN 91-38-06205-4
ISSN 0375-250X