

# Röstvärdesskillnader på svenska med anledning av ISS *Benchmark Voting Policy*\*

ERIK LIDMAN\*\*

## 1. Inledning

Få bolagsstyrningsfrågor är så omdiskuterade som röstvärdesskillnader, och meningsskiljaktigheterna beträffande förekomsten har beskrivits som "[o]ne of the most contentious and long-standing debates in corporate governance".<sup>1</sup> Många länder har under deviser som "en aktie – en röst" och "aktieägardemokrati" historiskt förbjudit röstvärdesskillnader, antingen generellt i bolagsrätten eller specifikt i noterade bolag. I Sverige har det emellertid varit upp till aktieägarna att välja den kapitalstruktur som anses passa bäst i det enskilda bolaget.<sup>2</sup> I linje med hur den svenska modellen för bolagsstyrning i noterade bolag bygger på aktivt ägande har röstvärdesskillnader också använts frekvent, och under perioder har uppemot 90 procent av de noterade bolagen i Sverige haft röstvärdesskillnader.<sup>3</sup>

Trots att denna ordning synes ha tjänat det svenska näringslivet väl förekommer ofta kritik mot användandet av röstvärdesskillnader även på den svenska marknaden.<sup>4</sup> Den senaste kommer från den internationella röstningsrådgivaren ISS. ISS har under lång tid argumenterat mot röstvärdesskillnader i alla

\* Denna text har genomgått vetenskaplig expertgranskning (peer review).

\*\* Docent, lektor i civilrätt vid Stockholms och Göteborgs universitet samt föreståndare för Swedish Corporate Governance Institute.

<sup>1</sup> Se Winden & Baker (2019), Dual-Class Index Exclusion, *Virginia Law & Business Review* 13, s. 101.

<sup>2</sup> Hellner skrev t.ex. att utgångspunkten i civilrätten är att "*lagreglerna utgår från att avtalsfrihet bör råda vid avtal mellan jämställda parter*" men att interventioner i avtalsfriheten kan vara motiverade för att förhindra "*part att, om möjlighet finns, utnyttja en maktställning för att otillbörligt tillgodose sina intressen på den andra partens bekostnad*", se Hellner (1990), Lagstiftning inom förmögenhetsrätten, Juristförlaget, s. 68–69.

<sup>3</sup> Se Lidman & Skog (2022), London Allowing Dual class premium listings, *Journal of Corporate Law Studies* 22(1), s. 83–114.

<sup>4</sup> Se senast i Affärsvärlden nummer 19 den 6 maj 2024 s. 6, Starka röster – Qvibergs känga mot Wallenberg: "Satt en dålig standard."

marknader, och i ISS *Global Voting Principles* anges att ”shareholders’ voting rights should be proportional to their economic interest in the company; each share should have one vote”.<sup>5</sup> Denna syn på röstvärdesskillnader delas av många utländska institutionella investerare.<sup>6</sup> För ett år sedan, 2023, tog ISS ett steg längre, då ISS i den årliga uppdateringen av *Benchmark Policy Recommendations* för Europa rekommenderade sina kunder att rösta emot val av styrelse och ansvarsfrihet för styrelsen i bolag med röstvärdesskillnader (under rubriken *Accountability for Capital Structure with Unequal Voting Rights*):

For meetings held on or after Feb 1, 2024, at widely-held companies, generally vote against directors or against the discharge of (non-executive) directors, if the company employs a stock structure with unequal voting rights. Vote recommendation will generally be directed against the nominees primarily responsible for, or benefiting from, the unequal vote structure.<sup>7</sup>

Den bakomliggande principiella hållningen beträffande röstvärdesskillnader framstår som allt mer oförenlig med rättsutvecklingen internationellt. Även om röstvärdesskillnader historiskt betraktats med skepsis från såväl lagstiftare som forskare är bilden i dag en annan, och den långa traditionen avseende röstvärdesskillnader i Sverige ses nu som en förebild i EU.<sup>8</sup>

I denna artikel redogörs för utvecklingen i de länder vi i Sverige brukar jämföra oss med i bolagsstyrningsfrågor, vad den empiriska forskningen säger om röstvärdesskillnader, i ljuset av detta hur en principiellt negativ syn på röstvärdesskillnader framstår som ohållbar, och förslag lämnas på en bättre riktning för diskussionen och hur den svenska erfarenheten av att reglera röstvärdesskillnader skulle kunna vara till nytta i andra länder.

## 2. Debatten om röstvärdesskillnader

### 2.1 EU

EU-kommissionen hade under en lång tid en skeptisk syn på röstvärdesskillnader och flera försök att införa en princip om ”en aktie – en röst” i EU:s bolagsrätt har gjorts. Det första försöket gjordes på 1970-talet i förslaget till det femte bolagsrättsdirektivet, där artikel 33 föreskrev att ”[t]he shareholder’s right to

<sup>5</sup> Tillgängliga på: <https://issgovernance.com/policy-gateway/iss-global-voting-principles/>.

<sup>6</sup> Se till exempel Council of Institutional Investors skrivelse angående röstvärdesskillnader (cii.org/dualclass), samt översikten avseende institutionella investerares syn på röstvärdesskillnader i *Proxy Monthly*, volym 4 nr. 6 2017, på s. 7. Det bör här noteras att svenska institutionella investerare inte driver denna linje.

<sup>7</sup> Se sidan 14 i ISS *Benchmark Policy Recommendations Continental Europe*, tillgänglig på <https://www.issgovernance.com/file/policy/active/emea/Europe-Voting-Guidelines.pdf?v=1>.

<sup>8</sup> Se COM(2022)761.

vote shall be proportionate to the fraction of capital subscribed which the share represents”.<sup>9</sup> Hela det föreslagna direktivet, som främst syftade till att harmonisera bolagsstyrningen inom EU, övergavs så småningom, och med det också den tidiga ambitionen att förbjuda röstvärdesskillnader.<sup>10</sup>

Senare försök gjordes emellertid i samband med förhandlingarna om take-over-direktivet, mer specifikt i förhållande till den så kallade genombrottsregeln.<sup>11</sup> Den mest betydelsefulla framstötten var emellertid den som kommissionär Charlie McCreevy gjorde 2006 då han föreslog att kommissionen skulle utfärda en rekommendation till medlemsstaterna att i sin bolagsrätt tillämpa principen ”en aktie – en röst”. Förslaget skapade en intensiv debatt med krav på bevis för att röstvärdesskillnader var skadliga. Studier beställdes från ISS, advokatfirman Shearman & Sterling och European Corporate Governance Institute för att belägga problemen med röstvärdesskillnader. Studierna gav emellertid inte det av kommissionen önskade resultatet, vilket ledde till ett abrupt slut på McCreevys ambitioner på området.<sup>12</sup>

På senare tid har EU-kommissionen svängt i sin syn på röstvärdesskillnader. I slutrapporten från det europeiska högnivåforumet om kapitalmarknadsunionen som publicerades i juni 2020 rekommenderar gruppen att ”[a]ll companies, irrespective of their size, should be allowed to implement a dual class share system”, eftersom ”[t]his will help companies avoid being taken over by larger companies,<sup>[13]</sup> gives owners a vested interest in maintaining company growth, and helps foster a long-term outlook for the company, while keeping listing an attractive funding option”.<sup>14</sup> Ett direktiv om aktiestrukturer med olika röstvärden antogs efter intensiva förhandlingar våren 2024, och medlemsstaterna kommer, efter det att direktivet har trätt i kraft, att vara skyldiga att se till att företag

<sup>9</sup> Se utkast till ett femte bolagsrättsdirektiv, COM/1972/887.

<sup>10</sup> Se Dine (1989), *Implications for the United Kingdom of the EC Fifth Directive*, *International & Comparative Law Quarterly* 38, s. 547–559 och Temple (1975), *The Fifth Directive on the harmonization of company law*, *Common Market Law Review* 12, s. 345–368. Idén har dock återkommit från tid till annan, se t.ex. COM(2003)284 final, *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – a Plan to Move Forward*.

<sup>11</sup> Se till exempel Skog (2004), *The European Union’s Proposed Takeover Directive, the “Breakthrough” Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock*, *European Business Law Review* 15(6), s. 294–305, och Clift (2008), *The Second Time as Farce? The EU Takeover Directive, the Clash of Capitalisms and the Hamstrung Harmonization of European (and French) Corporate Governance*, *Journal of Common Market Studies* 47(1), s. 55–79.

<sup>12</sup> Se studien *Proportionality between ownership and control in EU listed companies: External study commissioned by the European Commission*, tillgänglig på [https://www.ecgi.global/system/files?file=2024-02/osov-comparative-synthesis-study\\_report\\_en.pdf](https://www.ecgi.global/system/files?file=2024-02/osov-comparative-synthesis-study_report_en.pdf). Studien behandlas vidare nedan.

<sup>13</sup> Ett påstående som i och för sig saknar grund, se vidare nedan.

<sup>14</sup> Se s. 66 i rapporten, [https://finance.ec.europa.eu/document/download/e3689370-b1ba-49fd-8829-646592d9464f\\_en?filename=200610-cmu-high-level-forum-final-report\\_en.pdf](https://finance.ec.europa.eu/document/download/e3689370-b1ba-49fd-8829-646592d9464f_en?filename=200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.pdf).

som ansöker om upptagande till handel av sina aktier på en handelsplattform (MTF) har möjlighet att ge ut aktier med olika röstvärden.<sup>15</sup>

Direktivet signalerar en tydlig kursändring hos EU-kommissionen, men dess materiella innebörd ska inte överdrivas. Dels är direktivet begränsat till handelsplattformar, men därtill har utvecklingen i medlemsstaterna sprungit ifrån kommissionen. I dag tillåter 14 av 27 medlemsstater röstvärdesskillnader i noterade bolag.<sup>16</sup> För några år sedan var dessa länder, utöver de nordiska länderna och Nederländerna, medlemsstater vars kapitalmarknader var av mindre intresse internationellt sett, och röstvärdesskillnader var inte tillåtna i de större medlemsstaterna såsom Spanien, Storbritannien (före Storbritanniens utträde ur EU), Tyskland, Frankrike och Italien. Under de senaste åren har detta förändrats, och av de länder vi brukar jämföra oss med i bolagsstyrningsfrågor är det numera bara Spanien och Belgien som fortfarande inte tillåter röstvärdesskillnader. Utvecklingen i några av de största medlemsstaterna som tidigare förbjöd röstvärdesskillnaderna beskrivs kort nedan.

## 2.2 Storbritannien

Ett av de mest uppmärksammade skiftena i fråga om röstvärdesskillnader i modern tid har ägt rum i Storbritannien, där London Stock Exchange (LSE) länge var känd som en av de starkaste förespråkarna för deisen ”en aktie – en röst”. Medan röstvärdesskillnader varken var ovanliga eller särskilt kritiserade under första hälften av 1900-talet, ändrades inställningen i marknaden successivt under 1950- och 1960-talen, särskilt hos institutionella investerare som utvecklade en ”markant avsmak” för röstvärdesskillnader.<sup>17</sup> Även om LSE inte omedelbart förbjöd röstvärdesskillnader (och de förbjöds aldrig i lag), så blev företagen tidigt så avskräckta från användningen efter den intensiva kritiken som förekom i den allmänna debatten att strukturerna nästan helt försvann, och så småningom förbjöds röstvärdesskillnader på LSE:s premiumsegment. Denna hållning har nu dock förändrats. I den översyn av LSE:s noteringsregler för att förbättra noteringsklimatet i London som genomfördes 2021 (*Hill Review*) rekommenderades att börsen skulle tillåta noteringar med röstvärdesskillnader på sitt premiumsegment i syfte att stimulera till fler noteringar och i linje med

<sup>15</sup> Se Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on multiple-vote share structures in companies that seek the admission to trading of their shares on an SME growth market, COM/2022/761 final.

<sup>16</sup> Länder som (juli 2024) tillåter röstvärdesskillnader: Danmark, Finland, Frankrike, Irland, Tjeckien, Tyskland, Ungern, Italien, Malta, Nederländerna, Polen, Portugal, Rumänien och Sverige. Länder som inte tillåter röstvärdesskillnader: Belgien, Bulgarien, Cypern, Kroatien, Estland, Grekland, Lettland, Litauen, Luxemburg, Slovenien, Slovakien, Spanien och Österrike.

<sup>17</sup> Se vidare Braggion & Gianetti (2019), Changing corporate governance norms: Evidence from dual class shares in the UK, *Journal of Financial Intermediation* 37, s. 15–27.

den internationella trenden,<sup>18</sup> vilket också blev fallet 2022.<sup>19</sup> Alldeles nyligen (mitten av juli 2024) liberaliserades noteringsreglerna ytterligare i fråga om användandet av röstvärdesskillnader.<sup>20</sup>

### 2.3 Tyskland

Som i Storbritannien var röstvärdesskillnader under det tidiga 1900-talet vanliga i Tyskland, men successivt och under ungefär samma tidsperiod som i Storbritannien blev reglerna allt stramare. Genom 1998 års lagändringar i *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich* och *Aktiengesetz* kom röstvärdesskillnader att bli undantagslöst förbjudna i bolagsrätten i såväl noterade som onoterade bolag.<sup>21</sup> Den strikta hållningen har gjort att Tyskland under lång tid betraktats som ett av ursprungsländerna för devisen ”en aktie – en röst”.

Som en del i en omfattande reform av tysk bolagsrätt 2023 – lagen om framtida finansiering (*Zukunftsfinanzierungsgesetz*) – har detta dock kommit att ändras. Förslaget att tillåta röstvärdesskillnader som offentliggjordes 2021 möttes av skepsis från vissa håll i näringslivet, men tyska experter var överens: ökad flexibilitet och fördelarna med röstvärdesskillnader överväger nackdelarna, och ett avskaffande av förbudet mot röstvärdesskillnader bedömdes vara positivt för det tyska näringslivet och investerare genom att underlätta kapitalanskaffning och stimulera noteringsklimatet.<sup>22</sup> Den nya lagen, som tillåter röstvärdesskillnader i såväl noterade som onoterade bolag, antogs den 11 december 2023.

<sup>18</sup> Se UK Listing Review s. 56 ff., tillgänglig på [https://assets.publishing.service.gov.uk/media/603e9f7ec90e077dd9e34807/UK\\_Listing\\_Review\\_3\\_March.pdf](https://assets.publishing.service.gov.uk/media/603e9f7ec90e077dd9e34807/UK_Listing_Review_3_March.pdf).

<sup>19</sup> För en diskussion avseende denna utveckling, se Lidman & Skog (2022), London Allowing Dual class premium listings, *Journal of Corporate Law Studies* 22(1), s. 83–114. Notera också skillnaden mellan ”specified weighted voting rights” och aktier med röstvärdesskillnader som vi är vana vid i svensk kontext.

<sup>20</sup> Se pressmeddelande från Financial Conduct Authority (FCA) den 11 juli 2024, FCA overhauls listing rules to boost growth and innovation on UK stock markets.

<sup>21</sup> Se Casper (2023) *Das Zukunftsfinanzierungsgesetz – Zwischen Griff in die historische Motenkiste und behutsamer Fortentwicklung der Unternehmensfinanzierung*, *Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht* 187, s. 5–47, samt Position Paper of the German Bar Association by the Company Law Committee on the proposal for a Directive on multiple-vote share structures in companies that seek the admission to trading of their shares on an SME growth market – COM(2022), tillgängligt på [https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13238-Wet-inzake-beursnotering-publieke-kapitaalmarkt-aantrekkelijker-maken-voor-EU-bedrijven-en-toegang-tot-kapitaal-vergemakkelijken-voor-het-mkb/F3391767\\_nl](https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/13238-Wet-inzake-beursnotering-publieke-kapitaalmarkt-aantrekkelijker-maken-voor-EU-bedrijven-en-toegang-tot-kapitaal-vergemakkelijken-voor-het-mkb/F3391767_nl).

<sup>22</sup> Se Hopt & Kalss (2024), Multiple-voting shares in Europe – A comparative law and economic analysis, ECGI Law Working Paper Nr. 786/2024, s. 12 ff.

## 2.4 Frankrike, Italien och Portugal

I Frankrike har röstvärdesskillnader varit förbjudna sedan 1930-talet i noterade bolag.<sup>23</sup> Ordningen var dock mer liberal än i Tyskland, och Frankrike har sedan 1960-talet tillåtit så kallade *lojalitetsaktier* genom föreskrift i bolagsordningen, innebärande att röstetalet per aktie ökar efter en viss innehavsperiod – i Frankrike dubblas rösträtten efter två års innehav.<sup>24</sup> Genom *Loi Florange* 2014 blev huvudregeln i *Code civil* att noterade bolag har en lojalitetsaktiestruktur, om inte annat föreskrivs i bolagsordningen.<sup>25</sup>

Mot bakgrund av hur den franska aktiemarknaden (i likhet med de flesta aktiemarknader i världen, dock ej den svenska) krympt under de senaste tjugo åren, och med inspiration från de åtgärder som vidtagits i bland annat Storbritannien som behandlats ovan, presenterade den franska ”aktiemarknadsregelkommittén”, *Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris*, en rapport med förslag om att tillåta röstvärdesskillnader i franska noterade bolag för att stimulera noteringsklimatet.<sup>26</sup> Den franska lagstiftaren tog intryck av rapporten, och i juni 2024 antogs en lag som tillåter röstvärdesskillnader i noterade bolag.<sup>27</sup>

En liknande utveckling har ägt rum i Italien. Röstvärdesskillnader förbjöds där i början av 1940-talet i såväl noterade som onoterade bolag (dessförinnan var de dock vanliga), även om varianter såsom röstlösa aktier och aktier med begränsad rösträtt var tillåtna även därefter. Detta förändrades dock 2014, när röstvärdesskillnader återigen kom att tillåtas i onoterade bolag, och lojalitetsaktier motsvarande de franska blev tillåtna i noterade bolag.<sup>28</sup> Våren 2024 togs ytterligare ett steg, och numera är röstvärdesskillnader tillåtna även i noterade bolag.<sup>29</sup> I Portugal är röstvärdesskillnader tillåtna i noterade bolag sedan januari

<sup>23</sup> Se Pietrancosta (2023), Propositions françaises et européennes pour ouvrir le vote multiple aux sociétés entrant en bourse, Bulletin Joly Sociétés 201q7, s. 63–76.

<sup>24</sup> Innebärandes att röstetalet per aktie ökar efter en viss innehavsperiod. I Frankrike dubblas rösträtten efter två års innehav.

<sup>25</sup> Se Loi no 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle. Även om syftet med reformen uttrycktes som att stimulera till långsiktigt ägande, har dock anförts att det egentliga ändamålet var att stärka det offentliga inflytandet i statligt ägda bolag, se t.ex. Becht, Kamisarenka & Pajuste (2018), Loyalty Shares with Tenure Voting – Does the Default Rule Matter? Evidence from the Loi Florange Experiment, ECGI Law Working Paper nr. 398.

<sup>26</sup> Se Rapport Sur Les Droits De vote Multiples du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, 15 september 2022, tillgänglig på [https://www.banque-france.fr/system/files/2023-10/rapport\\_50\\_f.pdf](https://www.banque-france.fr/system/files/2023-10/rapport_50_f.pdf).

<sup>27</sup> Se Loi no 2024-537 du 13 juin 2024 visant à accroître le financement des entreprises et l'attractivité de la France, JORF no 0138 du 14 juin 2024, Art. L. L. 22-10-46-1.

<sup>28</sup> Se Ventrone (2015), The Disappearing Taboo of Multiple Voting Shares: Regulatory Responses to the Migration of Chrysler-Fiat, ECGI Law Working Paper nr 288/2015.

<sup>29</sup> Legge 5 marzo 2024, n. 21, Gazzetta Ufficiale n. 60, 12 marzo 2024, se även Pietrancosta (2023), Propositions françaises et européennes pour ouvrir le vote multiple aux sociétés entrant en bourse, Bulletin Joly Sociétés 201q7, s. 63–76.

2022, även här som en åtgärd för att stimulera det mycket svala portugisiska noteringsklimatet.<sup>30</sup>

## 2.5 Utvecklingen i USA

Något bör också sägas om utvecklingen på andra sidan Atlanten, som med all säkerhet också haft stor påverkan på utvecklingen i Europa. I USA var företag med röstvärdesskillnader inte ovanliga i slutet av 1800-talet och i början av 1900-talet. Efter akademisk kritik mot röstvärdesskillnader som ett instrument för ledningen att isolera sig från aktieägarnas inflytande började dock tongångarna ändras,<sup>31</sup> och New York Stock Exchange (NYSE) förbjöd i praktiken noteringar av bolag med röstvärdesskillnader 1926.<sup>32</sup> Den andra stora amerikanska börsern, American Stock Exchange (AMEX), följde så småningom efter, även om det där inte var fråga om ett absolut förbud, och där ”dual class listings” då och då förekom.<sup>33</sup>

Under 1970- och särskilt 1980-talen kom dock synen på röstvärdesskillnader i den allmänna debatten att ändras. På både AMEX och den då nybildade Nasdaq-börsern<sup>34</sup> noterades flera stora bolag med röstvärdesskillnader. Av konkurrensskäl ändrade NYSE sin policy 1985, och 1994 införde NYSE, AMEX och Nasdaq en gemensam tillåtande policy för röstvärdesskillnader.<sup>35</sup> Genomslaget blev inte omedelbart, men i dag är strukturerna mycket vanliga. Efter Googles

<sup>30</sup> Se Oliveira & Albuquerque (2022), *A new Dawn for the Portuguese Stock Market?*, Oxford Business Law Blog, tillgänglig på <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2022/01/new-dawn-portuguese-stock-market>.

<sup>31</sup> Särskilt betydelsefull för detta skifte var Harvard-professorn Wiliam Ripleys publikationer, som sammanställdes i boken *Main Street to Wall Street* (Little, Brown, and Company) som gavs ut 1927, där han kraftigt kritiserade röstvärdesskillnader i bland annat följande kända citat: ”Yet the plan [dual class system] bears every appearance of a bald and outrageous theft of the last title of responsibility for management of the actual owners by those who are setting up these latest financial erections. Isn't it the prettiest case ever known of having a cake and eating it too?” Frågan fick rentav uppmärksamhet från presidenten, och den 17 februari 1927 hade *New York Times* en artikel med rubriken ”President studies non-voting stocks: He confers with Professor Ripley to learn if federal action is advisable”.

<sup>32</sup> *De facto*-förbudet infördes 1926, men det blev allmän policy först på 1940-talet. Se Jennings (1958), *The Role of the States in Corporate Regulation and Investor Protection*, *Law and Contemporary Problems* 23(2) s. 193–230, och Robbins (1978), *An Evaluation of the New York Stock Exchange Listing Policy on Voting*, *New York Stock Exchange Study*, s. 183. Notera att det aldrig varit fråga om ett förbud i lag.

<sup>33</sup> Se Howell (2017), *The Survival of the U.S. Dual Class Share Structure*, *Journal of Corporate Finance* 44(c) s. 440–450.

<sup>34</sup> Som redan från starten tillät röstvärdesskillnader.

<sup>35</sup> Se Howell (2017), *The Survival of the U.S. Dual Class Share Structure*, *Journal of Corporate Finance* 44(c) s. 440–450, och Reddy (2020), *More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on US Dual-Class Stock*, *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper* nr. 20, avsnitt I.A.

börsintroduktion med röstvärdesskillnader 2004 öppnades dammluckorna, och sedan dess har företag som Facebook, LinkedIn, Groupon, Snap, Zynga och Fitbit anslutit sig till gamla amerikanska företag med röstvärdesskillnader, som Ford och New York Times. Röstvärdesskillnader har blivit allt vanligare under senare år: Medan cirka tio procent av de bolag som börsnoterades i USA hade röstvärdesskillnader 2016, var siffran 20 procent för de bolag som börsnoterades 2017 och 2019,<sup>36</sup> och 26 procent 2023.<sup>37</sup> Utvecklingen i USA har också gjort intryck i Asien, med följd att marknader som tidigare haft en strikt ”en aktie – en röst”-policy, såsom Hong Kong och Singapore, av konkurrensskäl följt efter.<sup>38</sup>

### 3. Litteraturöversikt avseende den empiriska forskningen om röstvärdesskillnader

#### 3.1 Inledning och avtalsfrihet som utgångspunkt i regleringen

Utvecklingen som beskrivits ovan är tydlig. Flera inflytelserika länder som tidigare förbjudit röstvärdesskillnader (generellt eller i noterade bolag) har gjort sig av med förbuden, och även EU-kommissionen som under lång tid verkade för ett förbud mot röstvärdesskillnader i EU-rätten har bytt fot i frågan. Skälen härför är flera. Högst upp på listan är att det har ansetts göra börsintroduktioner mer attraktiva för bolag där ägarna inte vill mista kontrollen, och således har det betraktats som en åtgärd för att stimulera noteringsklimatet. Vidare har det en tillåtande inställning till röstvärdesskillnader kommit att betraktas som en konkurrensfaktor mellan marknadsplatser.

Men även den vetenskapliga utvecklingen synes ha spelat en roll. Under många decennier har argument för att röstvärdesskillnader är skadligt för investerare och bolag förts fram i den teoretiska ekonomiska forskningen. Grossman & Harts artikel *One share-one vote and the Market for Corporate Control* från 1988 kom att utgöra en utgångspunkt i den teoretiska analysen av röstvärdesskillnaderna, där författarna argumenterade att röstvärdesskillnader var en suboptimal kapitalstruktur i bolagsstyrningshänseende.<sup>39</sup> I denna och den efterföl-

<sup>36</sup> Se Committee on Capital Markets Regulation, *The Rise of Dual Class Shares: Regulation and Implications*, tillgänglig på <https://www.capmksreg.org/wp-content/uploads/2020/04/The-Rise-of-Dual-Class-Shares-04.08.20-1.pdf> och <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-02-15/alphabet-to-snap-s-dual-class-shares-chided-by-sec-official>.

<sup>37</sup> Se Ritter (2024), *Initial Public Offerings: Dual Class Structure of IPOs Through 2023*, tillgänglig på <https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/IPOs-Dual-Class.pdf>.

<sup>38</sup> Se Lidman & Skog (2022), *London Allowing dual class Premium listings: A Swedish comment*, *Journal of Corporate Law Studies* 22(1), s. 83–114.

<sup>39</sup> Grossman & Hart (1988), *One Share-One Vote and the Market for Corporate Control*, *Journal of Financial Economics* 20, s. 175.



jande teoretiska litteraturen har ett antal argument framförts om varför röstvärdesskillnader är skadliga och inte bör tillåtas, eller åtminstone varför bolag med röstvärdesskillnader inte bör få notera sina aktier. Fyra argument har varit återkommande. *Det första* är att röstvärdesskillnader skadar bolagens värde. *Det andra* är att röstvärdesskillnader påstås utgöra en sorts försvarsåtgärd ägnad att förhindra offentliga uppköpserbjudanden, och därmed försämrar funktionen i marknaden för företagskontroll. *Det tredje* är att röstvärdesskillnader kan leda till dolda värdeöverföringar till kontrollerande aktieägare eller bolagsledningen (ökade agentkostnader). *Det fjärde* är att röstvärdesskillnader gör det svårare att hålla företagsledningen ansvarig.<sup>40</sup>

Men när dessa argument prövats empiriskt har successivt en annan bild etablerats. Den empiriska forskningen om röstvärdesskillnader har allt mer entydigt kommit att utvisa att röstvärdesskillnader varken synes vara negativa för bolag eller investerare, och att det därmed inte finns något skäl för att förbjuda dem utan att i stället låta marknaden avgöra vad som är en lämplig ordning i det enskilda bolaget. De teoretiska modellerna som ställts upp har med andra ord successivt visat sig bristfälliga. Detta konstaterade EU-kommissionen i sina studier (som, ska man ha i åtanke, *beställdes för att belägga att ett förbud var påkallat*) redan 2007, men trots detta anför många (som ISS) fortfarande att det finns något inneboende negativt i röstvärdesskillnader. En litteraturöversikt beträffande vad den empiriska forskningen säger om effekterna av röstvärdesskillnader är därför här motiverad, och presenteras i det följande.

Först måste dock en viktig regleringsteoretisk utgångspunkt fastslås. Det måste som utgångspunkt vara tillåtet för företagen att välja den kapitalstruktur de finner lämplig, såvida det inte finns åtminstone övervägande goda skäl för att begränsa denna avtalsfrihet genom ett tvingande rättsligt ingripande (och investerare måste naturligtvis vara lika fria att inte investera i bolag som inte har en struktur som passar dem). Detta är inte ett *laissez faire*-argument mot reglering, utan ett konstaterande avseende att om en fråga ska regleras, faller bevisbördan för varför reglering behövs på den som hävdar behovet av en regel.<sup>41</sup> Detta kan tyckas vara ett trivialt påstående, men eftersom det inte sällan

<sup>40</sup> Litteraturen är omfattande. Se t.ex. Bebchuk (1999), A rent protection theory of corporate ownership and control, NBER Working Paper nr 7203, Bebchuk, Kraakman & Triantis (2000), Stock pyramids, cross-ownership and dual class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights, i Concentrated corporate ownership, University of Chicago Press, s. 445, Wen (2014), You Can't Sell Your Firm and Own it Too: Disallowing Dual-Class Stock Companies From Listing on the Securities Exchanges, University of Pennsylvania Law review 162, s. 1495, Bebchuk & Kastiel (2017), The untenable case for dual-class stock, Virginia Law Review 103, s. 585, och Eechambadi (2017), The Dual Class Voting Structure, Associated Agency Issues, and a Path Forward, New York University Journal of Law & Business 13(2), s. 504, och Fisch & Davidoff Solomon (2023), Dual Class Stock, ECGI Law Working Paper nr 715/2023.

<sup>41</sup> Angående denna utgångspunkt i svensk rätt, se avsnitt 1 ovan. Att utgångspunkten generellt anses vara densamma i de flesta rättsordningar, se Epstein (1982), Notice and Freedom of

görs ett närmast naturrättsligt påstående om att ”en aktie – en röst” är en grundprincip som vissa bolag *avviker* från, är utgångspunkten värd att understryka. Ett aktiebolag är, oavsett vad som ibland anförs, inte en demokrati, utan i grunden ett finansieringskontrakt där premisserna för verksamheten och inflytande bestäms av investerarna.<sup>42</sup>

### 3.2 Röstvärdesskillnader skadar bolagsvärdet

Det första argumentet, att röstvärdesskillnader skadar bolagsvärdet, kan också betraktas som det övergripande ekonomiska argumentet mot röstvärdesskillnader, eftersom det är den långsiktiga konsekvensen av de övriga argumenten. Resonemanget bakom argumentet är ofta att innehavare av röststarka aktier inte har incitament att maximera bolagets potential på grund av *free rider*-problemet. Argumentet har studerats utförligt,<sup>43</sup> och i flera studier har empiriska forskare funnit bevis för att röstvärdesskillnader skadar företagsvärdet över tid, att aktier i företag med röstvärdesskillnader handlas till lägre värderingar och att företag med röstvärdesskillnader erbjuder lägre avkastning.<sup>44</sup>

Jarrell & Poulsen (1988), *Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms*, Journal of Financial Economics 20, s. 129–152; Maynes (1992), *Reallocation of voting rights and shareholders' wealth*, Canadian Journal of Economics 25, s. 538–563; Taylor & Whittred (1998), *Security design and the allocation of voting rights: Evidence from the Australian IPO market*, Journal of

Contract in the Law of servitudes, Southern California Law Review 6, s. 1353–1368, Trebilcock (1997), *The Limits of Freedom of Contract*, Harvard University Press, och Weber (2013), *Restricting the freedom of contract: a fundamental prohibition*, Yale Human Rights and Development Journal 16(1), s. 51–103.

<sup>42</sup> Se t.ex. Stout (2007), *The Mythical Benefits of Shareholder Control*, Virginia Law Review 93, s. 789 och Macey (2020), *The Central Role of Myth in Corporate Law*, ECGI Law Working Paper nr. 519/2020.

<sup>43</sup> Exempelvis genom studier av värdeeffekter av rekapitaliseringar eller sammanslagningar av företag med olika aktieslag, av förhållandet mellan marknadsvärde och tillgångsvärde i företag med röstvärdesskillnader jämfört med företag utan röstvärdesskillnader (oftast genom *Tobins Q*), av skillnader i aktieavkastning mellan företag med röstvärdesskillnader och matchade företag utan röstvärdesskillnader, av relativt rörelseresultat, och av effekterna av förvärv.

<sup>44</sup> De refererade studierna samlades in med hjälp av sökorden ”dual-class shares”, ”dual class shares”, ”differential voting rights” och ”multiple voting rights” i Scopus, ScienceDirect, Google Scholar och JSTOR, och studier med data från Storbritannien, USA, Kanada, Väst-europa, Israel, Brasilien och Australien har inkluderats. Ytterligare studier har också identifierats genom referenser i artiklar som hittats genom ovanstående sökning och korsreferenser med andra liknande litteraturoversikter. När resultaten i en studie är otydliga kommenteras detta kort. En tidigare version av denna litteraturoversikt har presenterats i Lidman & Skog (2022), *London Allowing dual class Premium listings: A Swedish comment*, Journal of Corporate Law Studies 22(1), s. 83–114, där de övergripande slutsatserna var desamma. Studien har presenterats på ett antal konferenser och refererats i ett antal andra studier om röstvärdesskillnader, och slutsatserna har hittills inte ifrågasatts.

Corporate Finance 4(2), s. 107–131 (inte avseende röstvärdesskillnader specifikt, men undersökta bolag med röstvärdesskillnader handlas med rabatt i förhållande till substansvärde); Claessens, Djankov & Lang (2002), *Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings*, Journal of Finance 57, s. 2741–2771; Lins (2003), *Equity ownership and firm value in emerging markets*, Journal of Financial and Quantitative Analysis 38, s. 159–184; Pajuste (2005), *Determinants and Consequences of the Unification of Dual-Class Shares*, ECB Working Paper nr. 465 (som visar en högre ”market to book ratio” vid sammanslagning av aktieslag); Smart, Thirumalai & Zutter (2008), *What is in a vote? The short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values*, Journal of Accounting and Economics 45(1), s. 94–115 (visar ingen skillnad avseende lönsamhet, men däremot värdering); Bennedsen & Nielsen (2006), *The Principle of Proportional Ownership, Investor Protection and Firm Value in Western Europe*, ECGI – Finance Working Paper nr. 134; Villalonga & Amit (2006), *How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value?*, Journal of Financial Economics 80, s. 385–417; Dittman & Ulbricht (2008), *Timing and Wealth Effects of German Dual Class Stock Unifications*, European Financial Management 14(1), s. 163–196; King & Santor (2008), *Family values: Ownership structure, performance and capital structure of Canadian firms*, Journal of Banking & Finance 32, s. 2423–2432; Masulis, Wang & Xie (2009), *Agency problems at dual-class companies*, Journal of Finance 64(4), s. 1697–1727; Smith, Amoako-Adu & Kalimipalli (2009), *Concentrated control and corporate value: a comparative analysis of single and dual class structures in Canada*, Applied Financial Economics 19, s. 955–974; Bennedsen & Nielsen (2010), *Incentive and entrenchment effects in European ownership*, Journal of Banking & Finance 34, 2212–2229; Gompers, Ishii & Metrick (2010), *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, The Review of Financial Studies 23(3), s. 1051–1088; Ikäheimo, Puttonen & Ratilainen (2011), *External corporate governance and performance: evidence from the Nordic countries*, The European Journal of Finance 17(5-6), s. 427–450; Amoako-Adu, Baulkaran & Smith (2013), *Dual class discount, and the channels of extraction of private benefits*, Advances in Financial Economics 16, s. 165–216; Baulkaran (2014), *Management entrenchment and the valuation discount of dual class firms*, The Quarterly Review of Economics and Finance 54(1), s. 70–81; Lauterbach & Pajuste (2015), *The long-term valuation effects of voluntary dual class share unifications*, Journal of Corporate Finance 31, s. 171–185; Anderson, Ottolenghi & Reeb (2017), *The dual class premium: a family affair*, Fox School of Business Research paper nr. 021; de Andrade, Bressan & Iquiapaza (2017), *Dual class shares, board of directors’ effectiveness and firm’s market value: an empirical study*, Journal of Management & Governance 21(4), s. 1053–1092.

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

Jog & Riding (1986), *Price effects of dual-class shares*, Financial Analysis Journal 42, s. 58–67; Partch (1987), *The creation of a class of limited voting stock and shareholder wealth*, Journal of Financial Economics 18, s. 313–340 (som drar slutsatsen att ”there is no evidence that current shareholders are harmed by the creation of limited voting common stock”); Ang & Megginson (1989), *Restricted voting shares, ownership structure, and the market value of dual-class firms*, The Journal of Financial Research 12(4), s. 301–318; Cornett & Vetsuypens (1989), *Voting Rights and Shareholder Wealth, The issuance of Limited Voting Common Stock*, Managerial and Decision Economics 10, s. 175–188 (”data do not lend support to the hypothesis that the concentration of voting power with incumbent management is detrimental to shareholder interests”); Lehn, Netter & Poulsen (1990), *Consolidating corporate control: dual-class recapitalizations versus leveraged buyouts*, Journal of Financial Economics 27(2), s. 557–580; Foerster & Porter (1993), *Dual class shares: are there returns differences?* Journal of Business Finance & Accounting 20(6),

s. 893–903; Mikkelson & Partch (1994), *The consequences of unbundling managers' voting rights and equity claims*, *Journal of Corporate Finance* 1, s. 175–199; Böhmer, Sanger & Varshney (1995), *The Effect of Consolidated Control on Firm Performance: The Case of Dual-class IPOs*, i Lewis, *Empirical issues in raising equity capital*; Kryzanowski & Zhang (1995), *Introduction of dual-class shares: Further evidence on Canadian pro-rata distributions*, *International Review of Financial Analysis* 4(1), s. 67–79; Kunz (2002), *Simplification of equity capital structure and market value*, *Financial Markets and Portfolio Management* 16(1), s. 30–52; Smart & Zutter (2003), *Control as a motivation for underpricing: a comparison of dual and single-class IPOs*, *Journal of Financial Economics* 69(1), s. 85–110; Bauguess (2004), *Recontracting Ownership and Control: The Effects of Differential Voting Rights after Dual Class Recapitalization*, avhandling vid Arizona State University; Pajuste (2005), *Determinants and Consequences of the Unification of Dual-Class Shares*, ECB Working Paper nr. 465; Ben-Amar & André (2006), *Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada*, *Journal of Business Finance & Accounting* 33(3-4), s. 517–543; Dimitriov & Jain (2006), *Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns*, *Journal of Corporate Finance* 12, s. 342–366; Smart, Thirumalai & Zutter (2008), *What is in a vote? The short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values*, *Journal of Accounting and Economics* 45(1), s. 94–115 (“there is at best only scant evidence suggesting that duals exhibit abnormally low operating performance”); Anderson, Duru, & Reeb (2009), *Founders, heirs, and corporate opacity in the United States*, *Journal of Financial Economics* 92, s. 205–222; Arugaslan, Cook & Kieschnick (2010), *On the decision to go public with dual class stock*, *Journal of Corporate Finance* 16(2), s. 170–181; Hoi & Robin (2010), *Agency Conflicts, Controlling Owner Proximity, and Firm Value: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, *Corporate Governance: an International Review* 18(2), s. 124–135; Chemmanur, Paeglis & Simonyan (2011), *Management quality and antitakeover provisions*, *Journal of Law & Economics* 54(3), s. 651–692; Ikäheimo, Puttonen & Ratilainen (2011), *External corporate governance and performance: evidence from the Nordic countries*, *The European Journal of Finance* 17(5-6), s. 427–450 (visar ingen effekt på avkastning, men positiv på rörelseresultat); Lauterbach & Yafeh (2011), *Long term changes in voting power and control structure following the unification of dual class shares*, *Journal of Corporate Finance* 17(2), s. 215–228; Bauguess, Slovin, Sushka (2012), *Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights*, *Journal of Banking & Finance* 36(4), s. 1244–1253; Jordan, Liu & Wu (2013), *Corporate payout policy in dual class firms*, *Journal of Corporate Finance* 26, s. 1–19; Nüesch (2016), *Dual-class shares, external financing needs, and firm performance*, *Journal of Management and Governance* 20(3), s. 525–551; Anderson, Ottolenghi & Reeb (2017), *The dual class premium: a family affair*, Fox School of Business Research paper 021 (konstaterar att företag med röstvärdesskillnader utan familjeägare uppvisar *Tobin's Q* som är högre jämfört med motsvarande företag i samma bransch, men att det motsatta gäller när de röststarka aktierna innehas av familjeägare); Morey (2017), *Multi-class stock and firm value*, CII publication; Cremers, Lauterbach & Pajuste (2018), *The Life-Cycle of Dual Class Firms*, ECGI Working Paper nr 550 (visar högre värdering för företag med röstvärdesskillnader tidigt i livscykeln); Melas (2018), *Putting the Spotlight on Spotify: Why Have Stocks with Unequal Voting Rights Outperformed?* MSCI: Global Investing; Kim & Michaely (2019), *Sticking around Too Long? Dynamics of Dual-Class Voting*, ECGI Finance Working Paper nr. 590; Anh, Fisch, Patatoukas & Davidoff Solomon (2020), *Synthetic Governance*, ECGI Finance Working Paper nr. 693.

Alla rigorösa forskningsöversikter som genomförts har därtill visat att det inte finns några avgörande bevis för att röstvärdesskillnader skulle ha effekt på före-

tagsvärdet i någon riktning.<sup>45</sup> *Från teoretisk och vetenskaplig synpunkt måste därför argumentet att röstvärdesskillnader i allmänhet skadar företagsvärdet anses sakna stöd.* Tillgängliga data visar att röstvärdesskillnader i vissa fall verkar ha en negativ effekt på företagsvärdet, men också att de i andra fall har en motsatt, positiv, effekt på företagsvärdet, och i ytterligare andra fall inte har någon effekt alls. Motsvarande torde kunna sägas om de flesta kapital- och styrningsstrukturer, och argumentet att röstvärdesskillnader *som sådana* skulle skada ett företags värde är således inte korrekt.

### 3.3 Röstvärdesskillnader försvårar offentliga uppköpserbjudanden

Det andra argumentet som ofta framförs i debatten om röstvärdesskillnader är att de utgör en form av försvarsåtgärd mot offentliga uppköpserbjudanden och därmed undergräver marknaden för företagskontroll.<sup>46, 47</sup> Sådana argument är

<sup>45</sup> Se studien Proportionality between ownership and control in EU listed companies: External study commissioned by the European Commission, genomförd av ISS, Sherman & Sterling och ECGI och Adams & Ferreira (2008), One Share-One Vote: The Empirical Evidence, *Review of Finance* 12, s. 51–91. Se även, i huvudsak sedan dess, Fisch & Davidoff Solomon (2019), The Problem of Sunsets, *Boston University Law Review* 99, s. 1057–1094, Gurrea-Martínez (2019), Theory, Evidence and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate, *Singapore Management University School of Law Research Paper* nr. 32, Reddy (2020), More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on US Dual-Class Stock, *University of Cambridge Faculty of Law Research Paper* nr. 20 (som drar slutsatsen ”that although dual-class firms are generally valued less than similar one-share, one-vote firms, they perform as well as, and, in many cases, outperform, such firms from the perspective of operating performance and stock returns”), Hossain & Kryzanowski (2019), A review of the literature on dual-class firms, *Managerial Finance* 45(9), s. 1199–1218 (som drar slutsatsen att ”[t]he literature arrives at no consensus on the benefits/drawbacks of” röstvärdesskillnader), Shen (2016), The anatomy of dual class share structures: A comparative perspective, *Hong Kong Law Journal* 46, s. 477–509, Paccos (2007), Featuring Control Power, *RILE*, s. 757–759, och Rydqvist (1992), Dual-class shares: a review, *Oxford Review of Economic Policy* 1992 8(3), s. 45–57.

<sup>46</sup> Teorin om marknaden för företagskontroll innebär i huvudsak att när ett börsnoterat bolag är dåligt skött, och underprestationen identifieras av marknaden, kommer bolaget att bli föremål för ett uppköpserbjudande, där aktierna kommer att förvärfvas av någon som är bättre lämpad att övervaka bolaget och ändra ledningen i enlighet därmed. Se främst Manne (1965), *Mergers and the Market for Corporate Control*, *Journal of Political Economy* 73(2) s. 110–120.

<sup>47</sup> Se främst Grossman & Hart (1988), One share-one vote and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics* 20, s. 175–202, Ruback (1988), Coercive dual-class exchange offers, *Journal of Financial Economics* 20, s. 153–173, Burkart, Gromb & Panunzi (1988), Why higher takeover premia protect minority shareholders, *Journal of Political Economy* 106(1), s. 172–204, Harris & Raviv (1988), Corporate Governance: Voting rights and majority rules, *Journal of Financial Economics* 20, s. 203–235, och Bebchuk, Kraakman & Triantis (2000), Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights, i Morck (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, s. 445–460.

inte sällan riktade mot specifika individer, som Mark Zuckerberg eller Larry Page, eller som en kritik mot familjeägande.<sup>48</sup>

Argumentet om att röstvärdesskillnader försvårar offentliga uppköpserbjudanden bygger på att röstvärdesskillnader kommer att hämma marknadens disciplinerande funktion, eftersom innehav av röststarka aktier kommer att skydda en kontrollerande aktieägare från ett ”fientligt” uppköpserbjudande. Även om det är uppenbart att detta i enskilda fall kan vara sant, är det inte tillräckligt för att utifrån det hävda att röstvärdesskillnader bör förbjudas. Detsamma kan i det enskilda fallet sägas om familjeägande, aktieägaravtal mellan storägare, och bolagsledningar med långsiktiga incitamentsprogram som skapar incitament för att förhindra förvärv. Frågan är om röstvärdesskillnader i *allmänhet* hindrar marknaden för företagskontroll från att fungera korrekt. Och här verkar bevisen vara ganska tydliga. Om röstvärdesskillnader utgjorde ett hinder mot uppköp skulle man kunna förvänta sig att företag med röstvärdesskillnader skulle bli uppköpta mer sällan än andra företag. Tillgängliga data ger inte stöd för detta. I en studie som genomfördes i Sverige, som har en av de mest aktiva uppköpsmarknaderna i världen och därtill en stor andel företag med röstvärdesskillnader, var slutsatsen att bland de 245 svenska börsbolag som var föremål för uppköp under den 13-åriga mätperioden var 64 procent av de förvärvade företagen (157) företag med röstvärdesskillnader, jämfört med de 69 procent av företagen i den totala populationen som hade röstvärdesskillnader.<sup>49</sup> Liknande resultat har reproducerats i ett antal andra studier på andra marknader.<sup>50</sup> Även om motsatsen

<sup>48</sup> Se till exempel, Shari Redstone i FT View den 15 maj 2018, A dysfunctional family reunion at CBS/Viacom.

<sup>49</sup> Se Skog (2004), The European Union’s Proposed Takeover Directive, the “Breakthrough” Rule and the Swedish System of Dual Class Common Stock, *European Business Law Review* 15(6), s. 294–305.

<sup>50</sup> Se till exempel Comment & Schwert (1995), Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern anti-takeover measures, *Journal of Financial Economics* 39(1), s. 3–43, Fields (1999), Control considerations of newly public firms: The implementation of antitakeover provisions and dual class shares before the IPO, Working paper, Penn State University, Amoako-Adu & Smith (2001), Dual class firms: Capitalization, ownership structure and recapitalization back into single class, *Journal of Banking & Finance* 25, s. 1083–1111, Arugaslan, Cook & Kieschnick (2010), On the decision to go public with dual class stock, *Journal of Corporate Finance* 16(2), s. 170–181, Bauguess, Slovin & Sushka (2012), Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights, *Journal of Banking & Finance* 36(4), s. 1244–1253 (som till och med kommer fram till slutsatsen att offentliga uppköpserbjudanden är vanligare, och med högre premier i bolag med röstvärdesskillnader), och Bauguess (2004), *Recontracting Ownership and Control: The Effects of Differential Voting Rights after Dual Class Recapitalization*, avhandling vid Arizona State University 2004 (som inte hittar ”evidence to support the hypothesis that [multiple vote shares]” skulle användas ”as an anti-takeover device”, och att ”firms that conduct dual class recapitalizations are acquired at a greater rate and receive higher takeover premiums than benchmark firms with a single class share structure”).

även visats i andra studier,<sup>51</sup> är slutsatsen återigen att tillgängliga data inte ger mer stöd för att röstvärdesskillnader har negativa effekter på uppköpsfrekvensen eller marknaden för företagskontroll än för motsatsen.<sup>52</sup>

### 3.4 Röstvärdesskillnader leder till ökade agentkostnader

Det tredje huvudargumentet som ofta framförs mot röstvärdesskillnader är att de leder till ökad risk för dolda värdeöverföringar till kontrollerande aktieägare, eller med andra ord ökade agentkostnader.<sup>53</sup> Man skulle naturligtvis kunna hävda att eftersom röstvärdesskillnader inte synes ha någon negativ effekt på företagsvärdet (se ovan) verkar detta osannolikt, eftersom ökade agentkostnader borde leda till minskat företagsvärde. Argumentet är dock inte beroende av att marknaden reagerar på de ökade agentkostnaderna genom att värdera företaget lägre, utan endast av att agentkostnaderna är högre i företag med röstvärdesskillnader än i andra företag. Agentkostnader är naturligtvis svåra att mäta direkt, eftersom de aktiviteter som leder till ökade agentkostnader per definition är sådana som efter bästa förmåga döljs. Ekonomer har dock använt kontrollpremier som betalats för kontrollblock och röststarka aktier som en ”proxy” utifrån logiken att premier som betalas för röststarka aktier jämfört med det pris som betalas för röstsvaga aktier ses som en indikator på fördelar som innehavare av

<sup>51</sup> Se Mikkelson & Partch (1994), The consequences of unbundling managers’ voting rights and equity claims, *Journal of Corporate Finance* 1, s. 175–199, Smart & Zutter (2003), Control as a motivation for underpricing: a comparison of dual and single-class IPOs, *Journal of Financial Economics* 69(1), s. 85–110, Holmen & Nivorozhkin (2007), The Impact of Dual Class Shares on Takeover Risk and the Market for Corporate Control, *Applied Financial Economics* 17(10), s. 785–804, Baulkaran (2014), Management entrenchment and the valuation discount of dual class firms, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 54 (1), s. 70–81, Jordan, Kim & Liu (2016), Growth opportunities, short-term market pressure, and dual-class share structure, *Journal of Corporate Finance* 4, s. 304–328, och Cremers, Lauterbach & Pajuste (2018), The Life-Cycle of Dual Class Firms, ECGI Working Paper nr. 550.

<sup>52</sup> Jämför Reddy, som konstaterar att ”the empirical evidence is inconclusive as to whether takeovers of dual-class firms are in fact less prevalent than OSOV [one share, one vote] firms” (Reddy (2020), *More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on US Dual-Class Stock*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper nr. 20, s. 29), och Adams & Ferreira (2008), One Share-One Vote: The Empirical Evidence, *Review of Finance* 12, s. 60.

<sup>53</sup> Se till exempel DeAngelo & Rice (1983), Anti-Takeover charter amendments and stockholder wealth, *Journal of Financial Economics* 11, s. 329–360, Jarrell & Poulsen (1988), Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms, *Journal of Financial Economics* 20, s. 129–152, Ruback (1988), Coercive dual-class exchange offers, *Journal of Financial Economics* 20, s. 153–173, Kang, Lee, Lee & Park (2014), The Association between related-party transactions and control-ownership wedge: Evidence from Korea, *Pacific-Basin Finance Journal* 29, s. 272–296, Bebhuk, Kraakman & Triantis (2000), Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights, i Morck (red.), *Concentrated Corporate Ownership*, s. 445–460, och Masulis, Wang & Xie (2009), Agency problems at dual-class companies, *Journal of Finance* 64 (4), s. 1697–1727.

röststarka aktier kan tillskansa sig på de röstsvaga aktieägarnas bekostnad.<sup>54</sup> Om röstvärdesskillnader på så vis ledde till ökade agentkostnader, skulle man därmed förvänta sig att kontrollpremier var högre på marknader där röstvärdesskillnader är vanliga än på andra marknader. Tatiana Nenovas kända studie *The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis* visar abnormt höga kontrollpremier i vissa länder där olika varianter av röstvärdesskillnader är vanligt förekommande, däribland Brasilien, Italien och Mexiko. Studien visar dock också att kontrollpremier för röststarka aktier är mycket låga i de skandinaviska länderna, inklusive Sverige, och detsamma gäller i Kanada, en annan marknad där röstvärdesskillnader är vanliga.<sup>55</sup> Argument att röstvärdesskillnader leder till ökade agentkostnader kan därmed inte generellt sägas vara korrekt. Även om det finns exempel på marknader där röstvärdesskillnader är vanligt förekommande och där agentkostnaderna verkar vara förhöjda, kan ett orsakssamband mellan röstvärdesskillnader och agentkostnaderna inte påvisas.<sup>56</sup> Studier som jämför avkastningen och lönsamheten i bolag med röstvärdesskillnader med avkastningen och lönsamheten i andra jämförbara bolag visar dessutom ganska konsekvent på högre avkastning i bolag med röstvärdesskillnader, vilket knappast kan förklaras med opropotionerligt höga agentkostnader.<sup>57</sup>

<sup>54</sup> Även om andra mått, såsom rabatter (*Tobin's Q*), finansiell utveckling, avkastning på investeringar, och VD-lön också används. Jämför Cronqvist & Nilsson (2003), Agency Costs of Controlling Minority Shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, s. 695–719, Masulis, Wang & Xie (2009), Agency problems at dual-class companies, *Journal of Finance* 64(4), s. 1697–1727, de Andrade, Bressan & Iquiapaza (2017), Dual class shares, board of directors' effectiveness and firm's market value: an empirical study, *Journal of Management & Governance* 21(4), s. 1053–1092, Cieślak (2018), Agency conflicts, executive compensation regulations and CEO pay-performance sensitivity: evidence from Sweden, *Journal of Management and Governance* 22(3), s. 535–563, och Bauguess (2004), Recontracting Ownership and Control: The Effects of Differential Voting Rights after Dual Class Recapitalization, avhandling vid Arizona State University, särskilt s. 88–110 (som hittar ”no evidence to support the hypothesis that these [sample] firms adopt a dual class share structure [...] to expropriate wealth from minority shareholders”).

<sup>55</sup> Se Nenova (2003), *The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis*, *Journal of Financial Economics* 68, s. 325–351.

<sup>56</sup> Det finns nämligen gott om studier som pekar i motsatt riktning, se Ben-Amar & André (2006), Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada, *Journal of Business Finance and Accounting* 33(3/4), s. 517–543, Cheng, Mpundu & Wan (2020), Investment efficiency: Dual-class vs. Single-class firms, *Global Finance Journal* 45, artikelnummer 100477, Jordan, Liu & Wu (2013), Corporate payout policy in dual class firms, *Journal of Corporate Finance* 26, s. 1–19, och Banerjee & Masulis (2013), Ownership, Investment and Governance: The Costs and Benefits of Dual Class Shares, ECGI Finance Working Paper nr. 352, som konstaterar att ”dual-class shares can be a solution to agency conflicts rather than a result of agency conflicts” (se vidare nedan).

<sup>57</sup> Genom sökningen som beskrivits i not 39 har inte några studier som påvisat onormalt negativa resultat påvisats, men däremot flera som visat motsatsen. Jämför Reddy (2020), *More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on US Dual-Class Stock*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper nr. 20, s. 19–22, med samma slutsats, och som



Sammanfattningsvis verkar orsakssambandet mellan agentkostnader och reglering snarare relatera till den generella styrkan i minoritetsskyddet i bolagsrätten och i takeover-lagstiftningen, eftersom de länder som har höga kontrollpremier också bedöms ha ett svagt skydd för minoritetsaktieägarna.<sup>58</sup>

### 3.5 Röstvärdesskillnader gör det svårare att hålla företagsledningen ansvarig

Det fjärde argumentet mot röstvärdesskillnader som ofta framförs är att de gör det svårt eller omöjligt att hålla företagsledningen ansvarig.<sup>59</sup> Återigen är detta ett argument som är mycket svårt att empiriskt undersöka, och studier har gett olika resultat.<sup>60</sup> Med tanke på att företag med röstvärdesskillnader i allmänhet inte underpresterar, att röstvärdesskillnader inte synes leda till ökade agentkostnader, och att röstvärdesskillnader inte heller synes påverka marknaden för företagskontroll, verkar det åtminstone inte som att röstvärdesskillnader leder till en ökning av oönskade beteenden som företagsledningen bör hållas ansvarig

utifrån en genomgång av elva av de studier som här refererats konstaterar att de ”either showed that dual-class firms outperform matched OSOV [one share, one vote] firms by at least one performance measure, [...] or showed no difference in operating performance between dual-class and OSOV firms”.

<sup>58</sup> Se Nenova (2003), The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis, *Journal of Financial Economics* 68, på s. 345. Se även Doidge (2004), U.S. cross-listings and the private benefits of control: evidence from dual-class firms, *Journal of Financial Economics* 72(3), s. 519–553 (som drar slutsatsen att skillnader i premier minskar när skyddet för minoritetsaktieägare förbättras), Amoako-Adu, Baulkaran & Smith (2013), Dual class discount, and the channels of extraction of private benefits, *Advances in Financial Economics* 16, s. 165–216 (som konstaterar ”that the discount in the value of dual class shares in relation to the value of closely controlled single class company shares is directly related to the channels through which controlling shareholder-managers can extract private benefits”), och da Silva & Subrahmanyam (2007), Dual-class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: Evidence from the Brazilian stock market, *Journal of Corporate Finance* 13(1), s. 1–24 (som konstaterar att premien för röststarka aktier ”is inversely related to an index designed to capture the firm’s corporate governance practices. The results suggest that expropriations of minority shareholders are more likely at firms with poor corporate governance provisions and weak takeover rules relating to mandatory bids.”).

<sup>59</sup> Jämför Holmen & Nivorozhkin (2007), The Impact of Dual Class Shares on Takeover Risk and the Market for Corporate Control, *Applied Financial Economics* 17(10), s. 785–804, Baulkaran (2014), Management entrenchment and the valuation discount of dual class firms, *The Quarterly Review of Economics and Finance* 54(1), s. 70–81, Baran & Forst (2015), Disproportionate insider control and board of director characteristics, *Journal of Corporate Finance* 35, s. 62–80, och Shen (2016), The anatomy of dual class share structures: A comparative perspective, *Hong Kong Law Journal* 46, s. 477–509.

<sup>60</sup> Jämför Dimitriov & Jain (2006), Recapitalization of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns, *Journal of Corporate Finance* 12, s. 342–366, och Comment & Schwert (1995), Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern anti-takeover measures, *Journal of Financial Economics* 39(1), s. 3–43.

för. Dessutom är ett av de centrala bolagsstyrningsproblemen hur en spridd krets av aktieägare utan ekonomiska incitament att engagera sig ska kunna övervaka och hålla ledningen ansvarig för sitt agerande.<sup>61</sup> Röstvärdesskillnader utgör en potentiell lösning till detta problem, eftersom det gör det möjligt för aktieägare att ha ett betydande inflytande över ledningen med minskade kostnader för underdiversifiering och minskad likviditet som innehav av stora aktieblock normalt medför.<sup>62</sup> Om röstvärdesskillnader ökar vissa aktieägars inflytande framför andras kan man dock hävda att problemet med övervakning och ansvarutkrävande flyttas från relationen mellan aktieägare och ledning, till relationen mellan större aktieägare och mindre aktieägare (problemet *Quis custodiet ipsos custodes?*).<sup>63</sup> Men oavsett hur argumentet formuleras är faktum fortfarande att vi inte ser några generella bevis för att röstvärdesskillnader underpresterar eller för ökade agentkostnader i företag med röstvärdesskillnader, vilket skulle vara fallet om röstvärdesskillnader generellt förvärrade agentproblemet mellan majoritets- och minoritetsägare.

### 3.6 Sammanfattningsvis om den empiriska forskningen

Som framgått av litteraturöversikten i avsnittet är de argument som framförs mot röstvärdesskillnader inte grundade i den empiriska forskningen. Samma slutsats har dragits i flera andra litteraturöversikter, och till synes även av lagstiftare och regelmakare i länder som länge haft en skepsis mot röstvärdesskillnader såsom Tyskland, Frankrike, och Storbritannien.

Utifrån detta kan man inte dra slutsatsen att det inte finns några nackdelar med röstvärdesskillnader. Även om röstvärdesskillnader kan vara användbara för vissa företag i vissa avseenden, så ska man påminna sig om citatet från ekonomen Thomas Sowell: ”There are no solutions, only trade-offs.”<sup>64</sup> Som framgått är röstvärdesskillnader lämpliga och nyttiga i vissa bolag, och i andra inte. Frågan är dock inte om röstvärdesskillnader är bra i alla bolag i alla mark-

<sup>61</sup> Se till exempel Jensen & Meckling (1976), Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3(4), s. 305–360, Fama (1980), Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy* 88, s. 288–307, och Jensen (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, s. 323–339.

<sup>62</sup> Se till exempel Gilson (2006), Controlling shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy, *Harvard Law Review* 119(6), s. 1641–1679, Gilson (2014), The Nordic Model in an International Perspective: The Role of Ownership, i Lekvall (red.), *The Nordic Corporate Governance Model*, SNS Förlag, och Carlsson (2003), The benefits of Active Ownership, *Corporate Governance, The international Journal of business in society* 3(2), s. 6–31.

<sup>63</sup> Se Gilson & Gordon (2003), Controlling Controlling Shareholders, *University of Pennsylvania Law Review*, 152(2), s. 785–843.

<sup>64</sup> Se Sowell (1996), *The Vision of the Anointed*, Basic Books, s. 113.

nader – så är som visats inte fallet – eller om röstvärdesskillnader kan medföra bolagsstyrningsproblem – så är som visats fallet i vissa bolag i vissa marknader. Frågan är om problemen som kan följa av röstvärdesskillnader är så allvarliga att röstvärdesskillnader inte bör få användas i noterade bolag. Och i denna fråga är det tydliga svaret att en sådan hållning saknar empirisk grund.

#### 4. Slutsats och väg framåt

Som redogjorts för i avsnitt två är det i dag få länder med stora kapitalmarknader som inte längre tillåter röstvärdesskillnader i noterade bolag, och många länder som av ”en aktie – en röst”-förespråkare betraktats som föregångsländer har nu bytt fot för att skapa större flexibilitet för noterade bolag med förhoppningen att stimulera noteringsklimatet. Som redogjorts för i föregående avsnitt har denna utveckling också stöd i den vetenskapliga litteraturen.

Flera forskare har ställt sig frågande till varför förekomsten av röstvärdesskillnader är så kontroversiell,<sup>65</sup> och så även EU-kommissionen.<sup>66</sup> Oaktat vad grunden för kontroversen är, gäller den relevanta och konstruktiva frågan som visats i denna artikel inte röstvärdesskillnadernas vara eller icke vara, utan i stället vilka särskilda bolagsstyrningsproblem som uppkommer i bolag med röstvärdesskillnader i den enskilda marknaden och i vilken mån särskild reglering är påkallad. Denna fråga är nu särskilt relevant när röstvärdesskillnader kan komma att användas av företag i länder där minoritetsskyddet i den nationella bolagsrätten inte utformats med röstvärdesskillnader i åtanke till följd av EU:s nya direktiv om röstvärdesskillnader och ändrade nationella regelverk. I denna fråga kan den svenska erfarenheten av att framgångsrikt reglera röstvärdesskillnader i över hundra år sannolikt vara av intresse för lagstiftare i andra länder och för policyorganisationer som röstningsrådgivare.

<sup>65</sup> Se till exempel Anh, Fisch, Patatoukas & Davidoff Solomon (2020), *Synthetic Governance*, ECGI Finance Working Paper nr 693, som ”find[s] this debate over corporate governance puzzling”.

<sup>66</sup> Se EU-kommissionens pressmeddelande IP/07/751 den 4 juni 2007. På grundval av ISS:s, Shearman & Stearlings och ECGI:s studie drog kommissionen slutsatsen att ”there is no conclusive evidence of a causal link between deviations from the proportionality principle [en aktie – röst] and either the economic performance of listed companies or their governance. However, there is some evidence that [institutional] investors perceive these mechanisms negatively”.