

Svensk selskabsstyring under pres: Effekter af at harmonisere selskabslovgivningen i EU

I EUs seneste forslag til en harmonisering af selskabslovgivningen i medlemslandene bliver der foreslået en række initiativer for at øge antallet af virksomhedsovertagelser. I denne artikel analyserer vi implikationerne for svenske virksomheder af nogle af disse forslag. Vi påviser, at svenske virksomheder i høj grad har organiseret sig på måder, som strider imod et proportionalitetsprincip og at denne organisering vil medføre vidtgående konsekvenser som følge af harmoniseringen. Vi konkluderer således, at indførslen af en fuld Break-Through regel vil medføre, at de kontrollerende ejere i op til 37 procent af de svenske virksomheder med forskellige aktieklasser opnår et tab af kontrol og at omkring halvdelen af virksomhederne ikke kan foretage betydelige kapitaludvidelser, hvis den nuværende kontrolstruktur skal bevares.

Europæiske virksomheder møder vidt forskellige regler for, hvorledes virksomhedsorganisering kan foregå i de enkelte medlemslande. I nogle lande er der meget vide rammer for, hvordan bestyrelsen og ledelsen i en virksomhed kan forsvare sig mod et uindbudt overtagelsesforsøg uden reelt at inddrage ejerne. I andre lande kan kontrollen koncentreres hos en lille gruppe ejere ved hjælp af pyramidestrukturer eller forskellige aktieklasser. Denne indsigt har motiveret en længerevarende proces indenfor den

MORTEN BENNEDSEN er professor i anvendt mikroøkonomi ved Handelshøjskolen i København (CBS) og seniorforsker ved Centre for Economic and Business Research i København og forsker hovedsageligt i corporate governance og politisk økonomi. KASPER NIELSEN er ph.d-studerende ved Københavns Universitet og Centre for Economic and Business Research og forsker ligeledes indenfor corporate governance.

Europæiske Union med henblik på at harmonisere de vilkår børsnoterede virksomheder opererer under i de forskellige lande. Seneste skridt i denne proces var udgivelsen af Winter-rapporten¹ (2002a) under titlen "Report on the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to Takeover Bids" i januar 2002. Denne rapport dannede udgangspunkt for EU-kommissionens direktivforslag omkring overtagelsesforsøg fremsat i oktober 2002 (se EU-kommissionen 2002a).

Winter-rapporten og det efterfølgende direktivforslag bygger på den grundlæggende præmis, at en stigende aktivitet for virksomhedsovertagelser i den Europæiske Union vil medføre et øget pres udefra på

¹ Vi bruger betegnelsen Winter-rapporten, selvom der efterfølgende er blevet udgivet yderligere en Winter-rapport under titlen "Final Report of the Winter High Level Group on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe" (Winter-rapporten 2002b), der omhandler generelle corporate governance initiativer og som blev offentliggjort i november 2002.

virksomhederne for at anvende ressourcerne bedst muligt, hvilket vil have mindst tre positive samfundsøkonomiske effekter. For det første skaber det en bedre standard for selskabsstyring (*corporate governance*), fordi dårlige ledelser vil have større chance for at blive udskiftet. For det andet fører det til en endnu større fokus på værdiskabelse, idet de virksomheder der ikke skaber maksimal værdi, vil blive udsat for venlige eller fjendtlige overtagelsesforsøg. For det tredje vil det føre til en mere hensigtsmæssig placering af produktionsressourcerne, hvis antallet af overtagelser på tværs af de europæiske landegrænser øges.

Rapporten foreslår en række betydningsfulde ændringer til den eksisterende selskabslovgivning i Europa, hvilket har skabt en intens debat indenfor såvel jura som økonomi. Rapporten identificerer to grundlæggende principper, der bør ligge til grund for ethvert selskabsretligt initiativ, der sigter på at regulere aktiviteten for virksomheds- overtagelser i medlemslandene. Derudover anbefaler den en række specifikke ændringer til selskabslovgivningen på unions niveau, der skal implementere de identificerede principper.

I denne artikel analyserer vi konsekvenserne for svenske virksomheder af at gennemføre to af de mest kontroversielle forslag i Winter-rapporten: Indførelse af et *proportionalitets*princippet og det hertil tilknyttede forslag om at indføre en Break-Through regel (i det følgende kaldet BT-regel) i Unionens medlemslande. Proportionalitetsprincippet siger, at der skal være overensstemmelse – eller proportionalitet – mellem det ejerskab en investor har i en virksomhed og den reelle indflydelse samme investor opnår. Proportionalitetsprincippet er opfyldt, hvis store ejere med mange stemmer også besidder en stor andel af aktiekapitalen. Omvendt er der en hel række meget almindelige mekanismer, der strider imod dette princip, f.eks. at have flere aktieklasser, at organisere sig i en pyramidestruktur og at indføre stemmebegrænsninger. En BT-regel

er en mekanisme, der sikrer, at hvis en investor ejer en specifik andel af virksomhedens nominelle aktiekapital, uanset om der er flere aktieklasser, så skal denne investor også have absolut kontrol med virksomheden. Winter-rapporten foreslår således indførelsen af en 75 procent BT-regel, dvs. at en ejer der erhverver 75 procent af aktiekapitalen, umiddelbart skal kunne udskifte ledelsen og bestyrelsen i virksomheden uafhængigt af hvilke regler, der findes for ansættelse og udpegning af disse.

Winter-rapporten har rejst en betydelig debat i Europa. Ikke mindst er proportionalitetsprincippet og BT-reglen blevet opfattet som et radikalt angreb på virksomheder med flere aktieklasser. Dette skyldes at en BT-regel naturligvis kun påvirker virksomheder, hvor der er forskel på forskellige aktieklassers stemmerettigheder, idet kun virksomheder hvor de kontrollerende ejere besidder en stor andel af de stemmetunge A-aktier og en begrænset andel af B-aktierne påvirkes. Introduktionen af en BT-regel åbner således op for, at en investor kan opkøbe de stemmesvage B-aktier og derved opnå en tilstrækkelig stor andel af virksomhedens aktiekapital til at kunne anvende BT-reglen til at overtage kontrollen med virksomheden. Omvendt bliver konsekvenserne begrænsede for virksomhederne, hvis de kontrollerende ejere besidder en tilstrækkelig stor andel af aktiekapitalen.

Hovedformålet med denne artikel er at identificere 1) hvorledes den svenske model for virksomhedsorganisering er i overensstemmelse med proportionalitetsprincippet og 2) hvilke svenske virksomheder, der påvirkes hvis en BT-regel på 75 procent indføres.

Vi påviser, at mange svenske virksomheder har indført mekanismer (som f.eks. flere aktieklasser), der strider imod det foreslåede proportionalitetsprincip. Vi analyserer derefter ejerskabsfordelingen i de 185 virksomheder, der i 2001 havde flere aktieklasser. Vi viser, at mellem 10 og 16 af disse vil blive påført et direkte tab af kontrol som følge

af introduktionen af en BT-regel. Derudover estimerer vi, at 17 til 59 virksomheder formodentligt vil blive påvirket. Samlet set konkluderer vi, at mellem 33 og 69 virksomheder, svarende til 18-37 procent af de svenske virksomheder med forskellige aktieklasser, vil blive påvirket af en BT-regel.

I en nylig artikel analyserer Berglöf og Burkart (2003) med et teoretisk udgangspunkt de økonomiske effekter af Winter-rapporten. De tager udgangspunkt i BT-reglen samt rapportens forslag om en obligatorisk tilbudspligt i forbindelse med overtagelsesforsøg. Selvom de anerkender behovet for en forbedring af den europæiske standard for corporate governance, kritiserer de (i lighed med Becht (2002), Bolton (2002), Myers (2002) og Pagano (2002)) hele ideen omkring regulering af overtagelsesforsøg. Andre økonomer (hovedsageligt Jensen 2002) har støttet Winter-rapporten udfra et argument om, at der er behov for en fælles standard indenfor EU.

Direktivforslaget som EU-kommissionen offentliggjorde den 2. oktober 2002 er stærkt baseret på Winter-rapportens intentioner og forslag, men er også blevet påvirket af de kritikpunkter, som er blevet fremsat. Selvom direktivforslaget således principielt er enig i proportionalitetsprincippet, så er selve Break-Through forslaget blevet stærkt modereret i dette forslag. Til sidst i denne artikel diskuteres således forskellene mellem Winter-rapporten og forslagene fremsat i direktivforslaget.

Det er værd at understrege, at intentionen med denne artikel ikke er at bidrage direkte til den allerede kvalificerede diskussion. Hovedformålet er således af empirisk karakter, nemlig at identificere de svenske virksomheder, som bliver berørt af de to forslag. Indtil nu har der i den europæiske litteratur hovedsageligt været fokuseret på enkelte store prominente virksomheder, som f.eks. det Wallenberg kontrollerede Investor AB.

Resten af denne artikel er struktureret som følger: I næste afsnit vil vi analysere om organiseringen af svenske virksomheder

er i overensstemmelse med proportionalitetsprincippet samt de direkte konsekvenser af at indføre en BT-regel som foreslået i Winter-rapporten. Derefter analyseres det i hvilken grad det kan forventes, at en BT-regel vil kunne påvirke virksomheders kapitalstruktur. I det sidste afsnit diskuterer vi vores resultater og kommenterer på forskellene mellem Winter-rapporten og det fremsatte direktivforslag.

1. Proportionalitetsprincippet og BT-reglen i Sverige

Proportionalitetsprincippet er gennemført, hvis ejernes stemmerettigheder er proportionalt med deres indkomstrethigheder, dvs. rettigheden til en andel af det residuale overskud i virksomheden. Der eksisterer en række barrierer, som begrænser implementeringen af dette princip. De vigtigste og mest anvendte barrierer er aktieklasser med forskellige stemmerettigheder, dvs. A- og B-aktier, pyramidestrukturer, stemmelofter og ejerskabslofter. I dette afsnit vil vi således forsøge at afdække i hvor høj grad proportionalitetsprincippet er gennemført i Sverige og hvilke konsekvenser denne organisering har, hvis Winter-rapportens BT-regel gennemføres.

Til vores analyse af børsnoterede virksomheder i Sverige har vi indsamlet information fra SIS Ågarservices (2001) årlige publikation "*Ågare och makten*" omkring virksomhedernes organisering og ejere. Vi har suppleret disse informationer med markedsdata fra *Stockholmbörsens* hjemmeside www.xsse.se, således at vi kan rangordne de svenske virksomheder efter deres markedsværdi i 2001. Med udgangspunkt i dette data grundlag har vi i tabel 1 udarbejdet en oversigt over svenske virksomheders anvendelse af organisationsformer, der strider imod proportionalitetsprincippet.

Det fremgår tydeligt af tabel 1, at forskellige aktieklasser er den mest anvendte barriere, idet 55 procent af virksomhederne anvender dette middel. For de 25 største

Tabel 1 Svenske virksomheders anvendelse af barrierer til proportionalitetsprincippet

	N	Andel	# Top 25	# Top 50	# Top 100
Har aktieklasser	185	0.55	15	27	46
- Stemmeforhold 10:1	174	0.52	14	25	42
- Stemmeforhold 5:1	5	0.02	0	0	2
- Andet stemmeforhold	6	0.02	1	2	2
Stemmeretsbegrænsninger	6	0.02	1	4	5
Omsættelighedsbegrænsninger	0	0.00	0	0	0
Mindst en barriere imod proportionalitetsprincippet	189	0.57	16	31	50
Er fondsejet	23	0.07	2	3	5
- hvor denne er største ejer	5	0.02	1	1	1
Er ejet af et holdingselskab	161	0.48	4	15	38
- hvor denne er største ejer	94	0.28	2	12	26
Er ejet af et andet selskab	131	0.39	11	26	44
- hvor denne er største ejer	65	0.20	8	16	27

Anm: Tabellen giver en oversigt over anvendelsen af barrierer, der strider imod proportionalitetsprincippet i børsnoterede svenske virksomheder. Top 25, 50 og 100 angiver fordelingen blandt de 25, 50 og 100 største børsnoterede virksomheder i Sverige målt ved markedsværdien primo 2001.

svenske virksomheder er denne andel 0,60. Yderligere skal det bemærkes, at 189 virksomheder eller 57 procent af alle børsnoterede virksomheder i Sverige anvender mindst en organisationsform, som strider imod proportionalitetsprincippet.

Foruden de direkte barrierer imod proportionalitetsprincippet kan virksomheder organisere sig på andre måder, som indirekte strider imod princippet. Væsentlige eksempler herpå er pyramidestrukturer, hvor man ligeledes kan opnå kontrol med en virksomhed med mindre end 50 procent af den samlede aktiekapital, og fondsejerskab, som i sig selv udgør en effektiv barriere imod overtagelsesforsøg. For at vurdere omfanget af pyramide- og fondsejerskab har vi ligeledes i tabel 1 opgjort, hvor mange virksomheder der har en ikke-ultimate ejer blandt ejerkredsen. Ultimate ejere er ejere, der ikke umiddelbart har andre ejere, dvs perso-

ner, fonde, pensionsselskaber og offentlige myndigheder. Vi identificerer således hvilke virksomheder, der har fonde, holdingselskaber eller et andet selskab blandt ejerkredsen. Holdingselskaber er i den forbindelse defineret som selskaber, som er 100 procent ejet af en enkeltperson, idet vores datakilde SIS Ägarservice (2001) specifikt angiver dette. Virksomheder som har to selskaber som ejere, vil således blive placeret under kategorien *selskaber* uanset om de to ejere rent faktisk fungerer som et holdingselskaber. Det fremgår af tabel 1, at en betydelig andel af virksomhederne har organiseret sig med pyramide- eller fondsejerskab, idet henholdsvis 7, 48 og 39 procent af virksomhederne har en fond, et holdingselskab eller et andet selskab i ejerkredsen. Kigger vi yderligere på den største ejer, målt ud fra andelen af stemmerne, så er disse tre grupper af ejere den største ejer i 49 procent af virk-

somhederne, hvoraf holdingselskaber udgør over halvdelen. Der er således en meget klar tendens til at anvende barrierer, der strider imod proportionalitetsprincippet i noterede svenske virksomheder.

I en europæisk kontekst er det interessant, at Sverige er det land i Europa, som har den største andel af børsnoterede virksomheder med forskellige aktieklasser. Ydermere skal det bemærkes, at Sverige samtidig har en relativ høj anvendelse af pyramidestrukturer, som normalt anvendes som en substitut for aktieklasser. For en yderligere gennemgang og oversigt over anvendelsen af aktieklasser og pyramidestrukturer i en europæisk sammenhæng henvises til Bennedsen og Nielsen (2002a) og Faccio og Lang (2002).

Winter-rapporten (2002a) fremsætter tre specifikke forslag til implementering af dens principper i praksis, hvoraf den ene relaterer sig direkte til proportionalitetsprincippet, nemlig den såkaldte BT-regel. I det følgende vil vi analysere konsekvenserne af at indføre denne regel.

BT-reglen foreskriver at en investor, der har opnået et bestemt andel af indkomstretighederne, skal være i stand til at bryde igennem (break-through) virksomhedens nuværende kontrolstruktur. Rapporten foreslår at niveauet fastsættes til 75 procent, hvorfor enhver ejer som besidder 75 procent eller mere af den samlede aktiekapital, skal kunne opnå kontrol med virksomheden uanset tilstedeværelsen af forskellige aktieklasser. Grundlæggende er det værd at fastslå, at en BT-regel kun har effekt for virksomheder med forskellige aktieklasser eller stemmelofter. Vi vil derfor i denne analyse fokusere på virksomheder med flere aktieklasser. I den forbindelse skal det bemærkes, at BT-reglen først sætter systemet med forskellige aktieklasser ud af kraft når niveauet overskrides. Konsekvenserne af en BT-regel vil således være mest udtalte i virksomheder, der har organiseret sig således, at man ved hjælp af de stemmetunge aktier kan kontrollere virksomheden med en ganske lille andel af det samlede aktiekapital. Vi vil derfor i

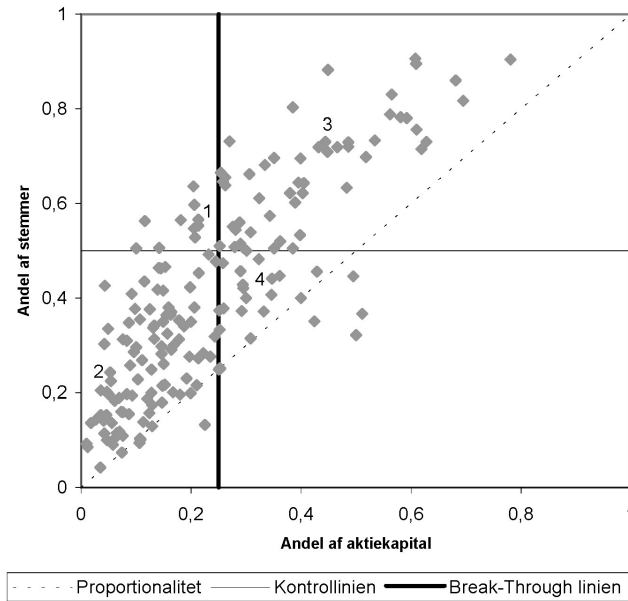
det følgende koncentrere os om empirisk at påvise konsekvenserne for svenske virksomheder af en BT-regel. For en teoretisk funderet analyse af reglen henvises til Berglöf og Burkart (2003).

I sig selv er forskellige aktieklasser blot en måde at muliggøre afvigelser fra proportionalitetsprincippet, idet det er den faktiske fordeling af stemmer og aktiekapital, som bestemmer graden af disproportionalitet. Disproportionaliteten afhænger af fire faktorer; antallet af aktieklasser; det relative stemmeforhold; fordelingen af aktier på tværs af ejere indenfor hver aktieklasse; samt antallet af aktier i hver klasse. Vi har indsamlet denne information for alle virksomheder med A- og B-aktier i Sverige. Vi kan således illustrere graden af disproportionalitet og konsekvensen af BT-reglen i svenske børsnoterede virksomheder med forskellige aktieklasser i to figurer (panel A og B i figur 1), som fokuserer på den største ejer og gruppen af store ejere målt henholdsvis på andelen af stemmer og den samlede stemmeandel for de ejere, som individuelt besidder mere end 5 procent af stemmerne. Vi har valgt denne opdeling, fordi A-aktierne typisk er fordelt mellem virksomhedens oprindelige ejere, mens B-aktierne bruges til at rejse ny kapital med uden at kontrolstrukturen bliver påvirket. De oprindelige ejere er ofte bundet sammen i form af familierelationer og fondstilknytning eller via implicite kontrakter og traditioner for en bestemt måde at afgøre dispositioner i enighed. For at få et billede af hvor stor en andel af aktiekapitalen denne gruppe tilsammen internaliserer, har vi defineret gruppen af store ejere, som individuelt besidder mere end 5 procent af stemmerne. Denne opdeling bevirker formentlig, at vi overvurderer, hvor meget aktiekapital de oprindelige ejere besidder, idet vi ikke kan undgå at medtage enkelte store ejere af B-aktier.

I figur 1, panel A har vi plottet den største ejers andel af aktiekapital mod den tilhørende andel af stemmer i alle 185 svenske virksomheder med forskellige aktieklasser.

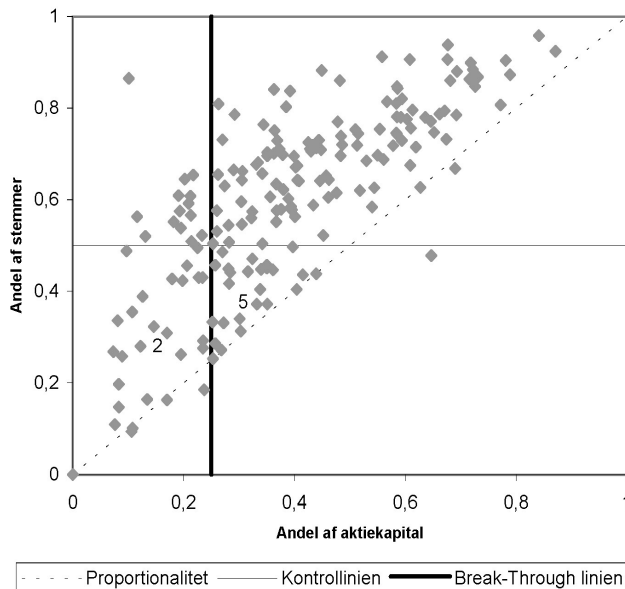
Figur 1

Panel A: Disproportionalitet mellem største ejers kapital- og stemmeandel i svenske virksomheder med A- og B-aktier



Anm.: Figuren viser forholdet mellem den største ejers andel af aktiekapitalen og stemmer i 185 børsnoterede svenske virksomheder med flere aktieklasser. Den stiplede linie angiver proportionalitet mellem andel af aktiekapitalen og stemmer. Numrene refererer til de eksempler som gives i teksten, *Kinnevik* (nr 1), *Electrolux* (nr 2), *Hennes & Mauritz* (nr 3) og *Cloetta Fazer* (nr 4).

Panel B: Disproportionalitet mellem gruppen af store ejeres kapital- og stemmeandel i svenske virksomheder med A- og B-aktier



Anm.: Figuren viser forholdet mellem gruppen af store ejeres andel af aktiekapitalen og stemmer i 185 børsnoterede svenske virksomheder med flere aktieklasser. Den stiplede linie angiver proportionalitet mellem andel af aktiekapitalen og stemmer. Numrene refererer til de eksempler som gives i teksten, *Electrolux* (nr 2) og *Atlas Copco* (nr 5).

Figuren illustrerer således i hvor høj grad svenske virksomheder afviger fra proportionalitetsprincippet, som er vist ved den stiplede linie. Graden af disproportionalitet kan således bestemmes ved den lodrette afstand til proportionalitetslinien.²

Det fremgår, at der i svenske virksomheder i høj grad er disproportionalitet mellem de stemme- og indkomstretigheder, som den største ejer besidder. I figuren har vi yderligere indtegnet to linier. Kontrollinien er den vandrette linie udfor 50 procent af stemmerne, og deler således virksomhederne i to grupper; dem hvor den største ejer har direkte kontrol og dem hvor de besidder mindre end 50 procent af stemmerne. BT-linien viser effekten af en BT-regel på 75 procent, idet virksomheder med ejere som besidder mere end 25 procent af aktiekapitalen, kan blokere for anvendelsen af BT-reglen. I *Kinnevik* (nr 1) har den største ejer mere end 50 procent af stemmerne men kun 21,3 procent af aktiekapitalen, hvorfor den største ejer ikke blokerer BT-reglen. Det gør den største ejer i *Cloetta Fazer* (nr 4) derimod med 34,7 procent af aktiekapitalen, selvom denne ikke er kontrollerende med 44,1 procent af stemmerne.

Med udgangspunkt i figur 1, vil vi nu opdele virksomhederne i fire grupper ud fra de områder, som de to linier opdeler figurene i. I to af disse områder opnås et tab af kontrol. Det første er området over Kontrol- og til venstre for BT-linien, hvor den største ejer har absolut kontrol med virksomheden, men internaliserer mindre end 25 procent af aktiekapitalen (som f.eks. den største ejer i *Kinnevik* – nr 1). I disse virksomheder oplever den kontrollerende ejer et direkte tab af kontrol, idet BT-reglen gør det muligt for andre investorer at opnå kontrol med virksomheden gennem opkøb af B-aktierne.

Den anden gruppe består af virksomheder som f.eks. *Electrolux* (nr 2), der ligger under Kontrol- og til venstre for BT-linien. Her oplever den kontrollerende ejer et potentielt tab af kontrol som følge af BT-reglen. En række af disse virksomheder befinder sig dog

i denne gruppe som følge af spredt ejerskab, hvorfor vi har behov for at skelne mellem virksomheder, der har et potentielt kontroltab sfa. disproportionalitet eller spredt ejerskab jf. figur 1. Vi definerer derfor virksomheder med et potentielt og sandsynligt kontroltab, som de virksomheder hvor de kontrollerende ejere har et potentielt kontroltab og hvor der samtidig er en disproportionalitet mellem deres aktiekapital og stemmerettigheder, som er større end 10 procent. Tilsvarende siger vi, at virksomhederne med spredt ejerskab (dvs. lille disproportionalitet) har et potentielt men usandsynligt kontroltab.

De to sidste grupper af virksomheder, henholdsvis dem hvor den største ejer har over og under 50 procent af stemmerne og en placering til højre for BT-linien, oplever ikke noget direkte tab af kontrol i forbindelse med BT-reglen. Grupperne har det til fælles, at den største ejer besidder mere end 25 procent af aktiekapitalen og adskiller sig ved, at i den ene har den største ejer direkte kontrol med virksomheden, hvilket ikke er tilfældet i den anden. Eksempler på virksomheder i disse to grupper er henholdsvis *Hennes & Mauritz* og *Cloetta Fazer* (nr 3 og 4), hvor den største ejer har henholdsvis komfort med kontrol, defineret som at den kontrollerende ejer besidder over 25 procent af aktiekapitalen og over 50 procent af stemmerne, og komfort uden kontrol, defineret som at den kontrollerende ejer besidder over 25 procent af aktiekapitalen og under 50 procent af stemmerne.

For en række virksomheder gælder der, at den største ejer ikke har stemmemajoritet og derfor ikke absolut kontrol. Dette udelukker dog ikke vedkommende fra reelt at have absolut kontrol gennem aftaler med andre store ejere, hvorfor vi i panel B i figur 1 kigger på gruppen af store ejere. Sammenligner man panel A og B, er der en svag tendens til at disproportionaliteten mellem andelen af

² For en mere grundig gennemgang af proportionalitetsprincippet henvises til Bennesen og Nielsen (2002b).

aktiekapital og stemmer er mindre for gruppen af store ejere, hvilket understreger, at det hovedsageligt er den største ejer, som drager fordel af organiseringen med flere aktieklasser. Af panel B fremgår det yderligere, at der stadig er et betydeligt antal virksomheder til venstre for BT-linien. Selv når vi kigger på gruppen af store ejere, befinder store virksomheder som *Electrolux* (nr 2) sig til venstre for BT-linien, mens virksomheder som *Atlas Copco* (nr 5) bevæger sig over i området til højre for linien. Endelig giver tabel 2 en oversigt over fordelingen af virksomheder på de 4 områder i figur 1.

Det fremgår af tabel 2, at mellem 10 og 16 svenske virksomheder får et direkte tab af kontrol som følge af BT-reglen. Derudover vil mellem 29 og 99 virksomheder opleve et potentielt tab af kontrol. Heraf udgør gruppen med et potentielt og sandsynligt kontroltab henholdsvis 17 og 59 virksomheder. Dermed påvirkes kontrollen potentielt set i over en tredjedel af de børsnoterede virksomheder med forskellige aktieklasser i Sverige. Endelig er det værd at bemærke, at en række virksomheder i både panel A og

B i figur 1 befinder sig lige over det niveau på 25 procent af aktiekapitalen som blokerer for BT-reglen. Et lavere niveau for BT-reglen f.eks. 70 procent vil således øge antallet af virksomheder med et direkte tab af kontrol betydeligt. For den største ejer vil antallet af virksomheder med et direkte tab af kontrol således stige fra 10 til 22.

Opsummerende kan det konkluderes, at der vil være en direkte kontrol effekt på op mod 37 procent af de svenske virksomheder med forskellige aktieklasser, hvilket svarer til 20 procent af alle børsnoterede virksomheder i Sverige.

2 Indirekte tab relateret til muligheden for fremtidig kapitaludvidelser

For de virksomheder som aktivt bruger markedet som finansieringskilde i form af nyudstedelse af aktier, har BT-reglen den yderligere konsekvens, at den begrænser denne mulighed, hvis den nuværende kontrolstruktur samtidig skal bevares. Vi vil derfor i det følgende analysere de svenske virk-

Tabel 2 Konsekvens af BT-reglen for kontrolallokeringen

Område	Største ejer		Gruppen af store ejere	
	N	Andel	N	Andel
Direkte tab af kontrol	10	0,05	16	0,09
Potentielt tab af kontrol	99	0,54	29	0,16
- heraf sandsynligt tab	59	0,32	17	0,09
Komfort uden kontrol	25	0,14	110	0,59
Komfort med kontrol	51	0,28	30	0,16

Anm.: Tabellen opsummerer fordelingen af virksomheder i Figur 1. Virksomheder med direkte tab af kontrol er kendetegnet ved, at de største ejer/gruppen af store ejere har mere end 50 procent af stemmerne men under 25 procent af aktiekapitalen. Tilsvarende udtrykker potentielt tab af kontrol at den respektive ejer har mindre end 50 procent af stemmerne og 25 procent af aktiekapitalen. Virksomheder med et potentielt og sandsynligt kontroltab er de virksomheder, hvor kontroltabet er potentielt og hvor den største eller gruppen af store ejere har en disproportionalitet mellem aktiekapital og stemmer, som er større end 10 procent. Komfort uden og komfort med kontrol afspejler at den respektive ejer besidder over 25 procent af aktiekapitalen og henholdsvis mindre og mere end 50 procent af stemmerne.

somheders mulighed for at hente kapital via markedet. Analysen bygger på to væsentlige antagelser: 1) at virksomhederne rent faktisk anvender markedet som finansieringskilde og 2) at virksomhederne er i stand til at udstede aktier uden at kontrolstrukturen ændres. Begge antagelser tenderer imod en overvurdering af det indirekte tab i forbindelse med fremtidige kapitaludvidelser.

I den akademiske diskussion som er blevet igangsat med Winter-rapportens anbefalinger er det blevet foreslået, at virksomhederne med et direkte eller potentielt og sandsynligt tab af kontrol, som reaktion på BT-reglen kan omorganisere sig (se f.eks. Bebchuck og Hart 2002 samt Berglöf og Burkart 2003). Dette kan enten gøres ved hjælp af pyramidestrukturer, hvor den nuværende kontrolstruktur fastholdes eller ved at flytte virksomheden til et land udenfor EU. Alternativt kan virksomhedernes kontrollerende ejere vælge at opkøbe aktier indtil deres beholdning af aktiekapitalen overstiger 25 procent. Analysen i dette afsnit kan således konkretisere sandsynligheden for dette scenario.

Vi har beregnet den maksimale udvidelse af aktiekapitalen, som virksomheden kan sælge til outsiders uden at den nuværende kontrolstruktur ændres, dvs. så længe den største ejer eller gruppen af store ejere besidder over 25 procent af aktiekapitalen. I tabel 3 har vi opsummeret fordelingen af børsnoterede svenske virksomheder efter deres maksimalt mulige udvidelse af aktiekapitalen.

Det fremgår af tabel 3, at hvis vi kigger på den største ejer, så har over halvdelen (105 af de 185) af virksomheder ikke mulighed for at udstede ny kapital. For en række virksomheder skal den største ejer rent faktisk akkumulere aktiekapital for at kunne blokere BT-reglen. Herudover er der 17 virksomheder svarende til 9 procent, som ligger i intervallet omkring nul og hvor der ligeledes ikke er mulighed for at udvide kapitalen. Dog skal den største ejer her kun akkumulere aktiekapital i begrænset omfang. De resterende virksomheder har alle mulighed for at udvide kapitalen med mere end 10 procent og for denne gruppe er BT-reglens konsekvenserne for den mulige kapitaludvidelse

Tabel 3 Konsekvens af BT-reglen for mulig udvidelse af aktiekapitalen

Mulig udvidelse af aktiekapitalen	Største ejer		Gruppen af store ejere	
	N	Andel	N	Andel
< -10 procent	105	0,57	38	0,21
-10 til 10 procent	17	0,09	20	0,11
10 til 50 procent	26	0,14	38	0,21
50 til 100 procent	22	0,12	37	0,20
100 til 150 procent	11	0,06	29	0,16
> 150 procent	4	0,02	23	0,12

Anm.: Tabellen opsummerer fordelingen af virksomheder på intervaller for den andel af aktiekapitalen som maksimalt kan sælges til udefrakommende investorer uden at den nuværende kontrolstruktur ændres. Vi antager at den nuværende kontrolstruktur er bevaret så længe den respektive ejer besidder mere end 25 procent af aktiekapitalen og dermed blokerer imod anvendelse af BT-reglen. Negative tal afspejler en situation, hvor gruppen af store ejere ikke blokerer imod anvendelsen af BT-reglen.

begrænsede. Denne gruppe indeholder i alt 63 virksomheder.

Tabel 3 indeholder ligeledes fordelingen af virksomheder under antagelse af at gruppen af store ejere sammen bevarer deres kontrol. Det fremgår, at over to tredjedele af virksomhederne kan fortage betydelige ekspansioner af aktiekapitalen uden at komme i konflikt med BT-reglen, selv hvis alle nye aktier bliver afhændet til outsiders.

For de 50 største børsnoterede svenske virksomheder målt på markedsværdi har vi i figur 2 afbildet deres mulige udvidelse af aktiekapitalen i panel A og B under antagelse af at henholdsvis den største ejer og gruppen af store ejere fastholder kontrollen med virksomheden.

Det fremgår af panel A, at under halvdelen af de 50 største virksomheder med flere aktieklasser har mulighed for udvide aktiekapitalen uden at ændre den nuværende kontrolstruktur. Virksomheder som *Hennes & Mauritz* og *Cloetta Frazer* har således mulighed for at udvide deres aktiekapital med henholdsvis 77,6 og 38,8 procent. Omvendt skal den største ejer i virksomheder som *SKF* og *Skanska* forøge sin nuværende beholdning af aktiekapital med henholdsvis 41,6 og 65,2 procent for at kunne blokere BT-reglen.

Kigger vi derimod på gruppen af store ejere i panel B, så har godt tre fjerdedele af de svenske virksomheder mulighed for at udvide aktiekapitalen betydeligt, hvis blot gruppen af store ejere kan holde sammen. *Assa Abloy* er således i stand til at udvide aktiekapitalen med hele 47,2 procent svarende til 29 mia skr, hvis gruppen af store ejere kan samarbejde om kontrollen med virksomheden, hvilket står i kontrast til virksomhedens største ejer, som var nødsaget til at forøge sin beholdning af aktiekapitalen med 34,4 procent for at opnå 25 procent af aktiekapitalen.

BT-reglen vil således begrænse muligheden for kapitaludvidelser samtidig med, at den nuværende kontrolstruktur fastholdes i næsten halvdelen af alle børsnoterede virk-

somheder i Sverige. Endelig har vi påvist, at kun 9 procent af virksomhederne ligger i intervallet (-10 +10), hvilket er et realistisk estimat af antallet af virksomheder, hvor de kontrollerende ejere har mulighed for at opkøbe tilstrækkelig med aktiekapital til at kunne blokere BT-reglen.

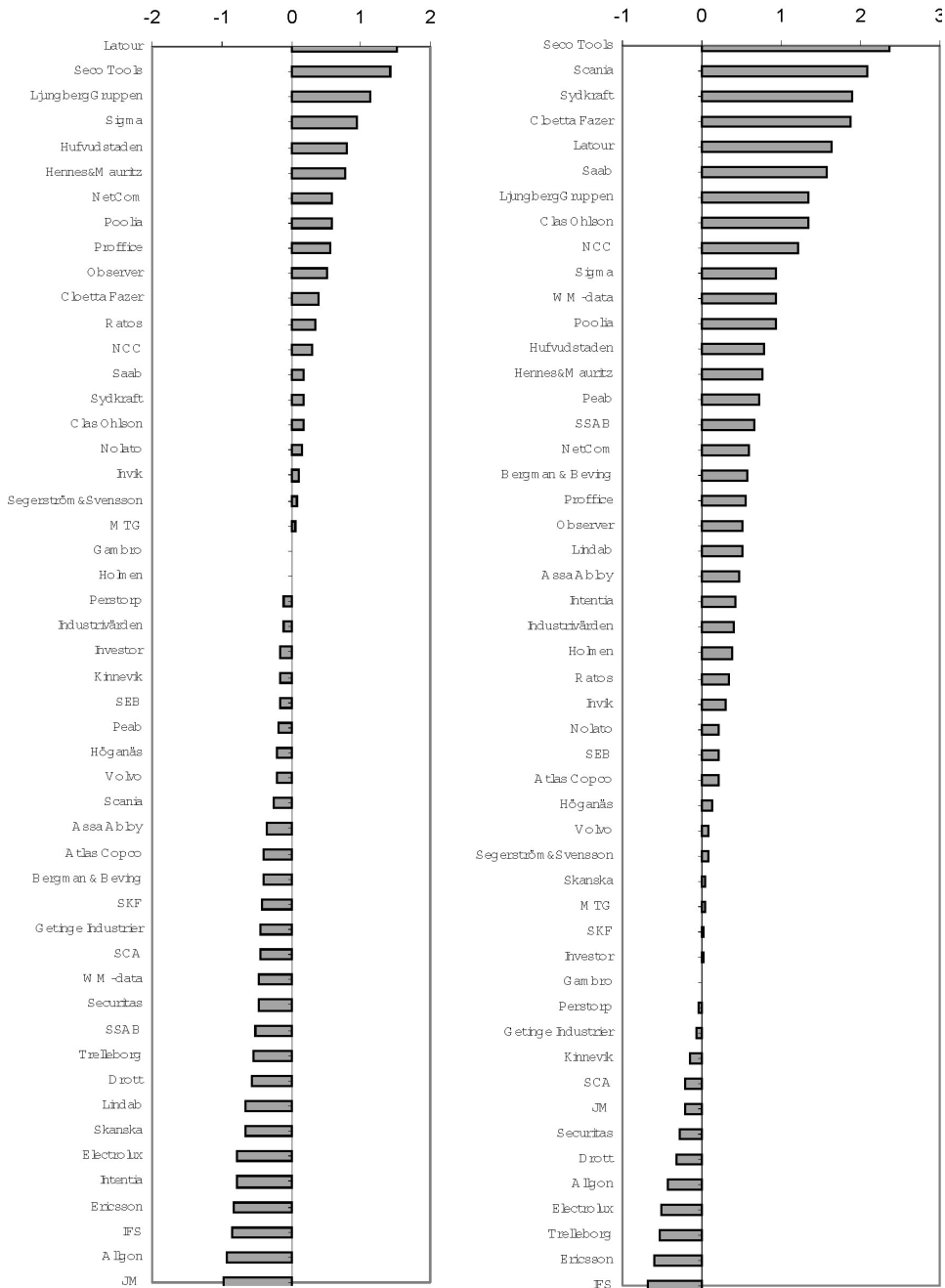
3. Diskussion

Hovedkonklusionen i denne artikel er, at den svenske model for selskabsstyring vil blive påvirket, hvis Winter-rapportens forslag om indførelse af et proportionalitetsprincip og en Break-Through regel gennemføres.

Vi har vist, at der er en række mekanismer i den svenske virksomhedsorganisering, der strider direkte imod proportionalitetsprincippet. Svenske virksomheder anvender ofte forskellige aktieklasser, idet 185 ud af 334 børsnoterede virksomheder i 2001 havde valgt at organisere sig med flere aktieklasser. Sverige er således det land i Europa med de fleste virksomheder med flere aktieklasser målt i forhold til antallet af børsnoterede virksomheder.

Vi har påvist, at kontrollerende ejere i mellem 10 og 16 virksomheder vil blive udsat for et direkte kontroltab som følge af en 75 procents BT-regel. Derudover er det sandsynligt at de kontrollerende ejere i yderligere 17 til 59 virksomheder vil opleve et kontroltab. Sammenlagt identificerer vi, at mellem 18 og 37 procent af de svenske virksomheder med forskellige aktieklasser opnår et tab af kontrol hvis en BT-regel gennemføres.

Endeligt har vi vist, at der udover et kontrol relateret tab også kan opstå et indirekte tab relateret til mulighederne for at hente kapital udefra. Vi estimerer, at mellem 32 og 66 procent af de svenske virksomheder med flere aktieklasser kan blive begrænset i deres brug af aktiemarkedet som potentiel kapitalkilde. Hvis disse virksomheder i fraværet af en Break Through regel ville have benyttet kapitaludvidelser som en finansieringskilde, vil de efter indførslen af en Break Through regel formodentligt vælge

Figur 2 Mulig udvidelse af aktiekapitalen for de 50 største virksomheder med aktieklasser**Panel A: Største ejer****Panel B: Gruppen af store ejere**

Anm.: Figuren viser de andel af aktiekapitalen som maksimalt kan sælges til udefrakommende investorer uden at den nuværende kontrolstruktur ændres. Vi antager at den nuværende kontrolstruktur er uændret så længe de største ejer besidder mere end 25 procent af aktiekapitalen. Negative tal afspejler en situation, hvor den største ejer eller gruppen af store ejere ikke blokerer imod anvendelsen af BT-reglen.

andre og dyrere finansieringskilder. Herved opstår et indirekte tab som følge af introduktionen af BT-reglen. Endelig har vi påvist, at for 9 procent af virksomhederne er det sandsynligt, at de kontrollerende ejere kan opkøbe tilstrækkeligt med aktiekapital til at blokere BT-reglen.

I en international sammenligning er svenske virksomheder særdeles følsomme overfor de initiativer der fremsættes i Winter-rapporten. I Bennedsen og Nielsen (2002a) har vi identificeret antallet af berørte virksomheder i 10 EU lande, dvs alle de lande hvor der forekommer virksomheder med flere aktieklasser med undtagelse af Grækenland, Holland og Luxemburg. På europæisk plan påvirkes mellem 166 og 212 af de i alt 1 035 virksomheder med forskellige aktieklasser. Virksomhederne er hovedsageligt placeret i Danmark, Finland, Italien, Sverige og Tyskland. Sverige udmærker sig ved at være det land med flest virksomheder (både i absolutte og relative termer), som opnår et tab af kontrol ved indførslen af en BT-regel. Vi kan således konkludere, at både antallet og andelen af berørte virksomheder er størst i Sverige. På denne baggrund vil det derfor være særligt vigtigt i Sverige at forholde sig til hele harmoniseringsprocessen på selskabsområdet.

Man kan andre sig over, at Winter-rapporten hverken har estimeret antallet af berørte virksomheder eller argumenteret særligt uddybende for, hvad der er galt med virksomheder med flere aktieklasser. En præmis for at tro på at rapportens forslag genererer de ønskede forbedringer i standarden for europæisk corporate governance, må være at virksomheder, der organiserer deres ejerskab med en høj grad af disproportionalitet mellem kontrol og aktiekapital er mindre værdiskabende end virksomheder, der organiserer sig med en høj grad af proportionalitet. Et præmis som efter vores opfattelse endnu ikke er blevet påvist i den empiriske litteratur. Det er derimod blevet dokumenteret, at kontrol i mange lande har en værdi (se f.eks. Zingales (1995) og Nenova (2000) samt

Holmén og Högfeldt (2001) for et svensk studie). Men det er ikke dokumenteret, at det medfører, at virksomheder med en betydelig disproportionalitet er mindre værdiskabende end virksomheder, der har en høj grad af proportionalitet mellem fordelingen af stemmer og aktiekapital.

Flere kommentatorer (f.eks. Berglöf og Burchart 2003) har set Winter-rapporten som et forsøg på via lovgivningen at indføre den angloamerikanske selskabsstyringsmodel i Europa. Det kan i den forbindelse undre, hvorfor rapporten er så specifik overfor selskaber med flere aktieklasser uden at lave forslag, der regulerer muligheden for at organisere sig ved hjælp af pyramidestrukturer. For en gruppe ejere der ønsker at opnå en bestemt fordeling af ejerskab og kontrol og dermed en given grad af disproportionalitet, er pyramidestrukturer og flere ejerklasser næsten perfekte substitutter. Derfor må man formode, at mange af de berørte virksomheder vil reorganisere sig ved at indføre pyramidestrukturer i ejerskabet på en sådan måde, at den nuværende kontrolstruktur kan bevares. Dermed neutraliseres effekterne af Winter-rapportens forslag og samtidig påføres virksomhederne omkostninger i forbindelse med de organisatoriske ændringer.

På baggrund af disse og andre indvendinger er det ikke overraskende, at Kommissionens direktivforslag fra oktober 2002 (EU Kommissionen 2002a) indeholder en stærkt modereret version af BT-reglen, som i Kommissionens eget ordvalg kun er en "mini" BT-regel (EU Kommissionen 2002b). Det foreslås at i forbindelse med overtagelesforsøg skal ethvert forsvars initiativ, som en angreben virksomheds ledelse ønsker at iværksætte vedtages på en generalforsamling, hvor enhver form for stemmebegrænsning eller stemmedifferentiering er opløst. Generelt set erklærer Kommissionen i sit forslag sig enige i Winter-rapportens indhold, f.eks. det ønskværdige i at noterede virksomheder er organiseret i overensstemmelse med proportionalitetsprincippet. På den anden side erkender Kommissionen også at BT-reglen vil

være politisk svært at gennemføre, ligesom der er en række uafklarede spørgsmål omkring at definere hvilken risikobærende kapital, der skal inddrages under denne regel.

Et andet uafklaret spørgsmål som Kommissionen benytter som argument for ikke på nuværende tidspunkt at indføre en fuld BT-regel er, om de kontrollerende ejere skal kompenseres for deres tab af kontrol. Dette spørgsmål har overordnet set to dimensioner: Først, medfører et sådan tab af kontrol ret til kompensation? Dette spørgsmål skal sandsynligvis besvares ved domstolene. Dernæst, hvis virksomhederne skal kompenseres for tabet af kontrol, så fremkommer spørgsmålets anden dimension, nemlig størrelsen af kompensationen, som de enkelte virksomheder kan gøre krav på. I denne sammenhæng kan vores analyse anvendes til at sige noget generelt om hvilke virksomheder, som lider et faktisk tab af kontrol. F eks bliver den største ejer i Hennes & Mauritz, som ligger i komfort zonen i figur 1, signifikant mindre påvirket af BT-reglen end i virksomheder, som ligger i området med et direkte kontroltab. I særdeleshed vil vores analyse være anvendelig til eksplicit at identificere, for hvilke svenske virksomheder et krav om kompensation er mere relevant end andre.

Referencer

- Barca, F og M Becht (2001), *Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford.
- Bebchuck, L og O D Hart (2002), "A Threat to Dual-Class Shares", *Financial Times*, 31 maj 2002.
- Bennedsen, M og K Nielsen (2002a), "The Impact of a Break-Through Rule on European Firms", Discussion Paper 2002-10, Centre for Economic and Business Research.
- Bennedsen, M og K Nielsen (2002b), "The Proportionality Principle", Manuskript under udarbejdelse.
- Berglöf, E og M Burkart (2003), "European Takeover Regulation", *Economic Policy*, 36.
- Bolton, P (2002), *Should the EU adopt the Winter Proposals?*, Presentation at the ECGO Ses-
- sion, 6th European Financial Markets Convention, Brussels, 31 maj 2002.
- EU Kommissionen (2002a), *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Takeover Bids*, Bruxelles, 2002.
- EU Kommissionen (2002b), *Proposal for a Directive on Takeover Bids Frequently Asked Questions*. Bruxelles, 2002.
- Faccio, M og L H P Lang (2002), "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, vol 65, s 365-395.
- Holmén, M og P Högfeldt (2001), "A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings", Working Paper, Department of Finance, Stockholm School of Economics.
- Jensen, M C (2002), *Should the EU adopt the Winter Group Proposals?*, Presentation at the ECGO, 6th European Financial Markets Convention, Brussels, 31 maj 2002.
- Mayer, C (2002), *Should the EU adopt the Winter Group Proposals?*, Presentation at the ECGO, 6th European Financial Markets Convention, Brussels, 31 maj 2002.
- Nenova, T (2003), "The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis", Under utgiftning i *Journal of Financial Economics*.
- Pagano, M (2002), *Curing Symptom or Disease?*, Presentation at the ECGO, 6th European Financial Markets Convention, Brussels, 31 maj 2002.
- SIS Ägarservice (2001), *Ägare och makten i Sveriges Börsföretag 2001*, SIS Ägarservice, Stockholm, 2001.
- Winter-rapporten (2002a), *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Bruxelles, 2002.
- Winter-rapporten (2002b) "Final Report of the Winter High Level Group on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe", Bruxelles, 2002.
- Zingales, L (1995), "What Determines the Value of Corporate Votes?", *Quarterly Journal of Economics*, vol 110, s 1047-73.