

# Svensk selskabsstyring under pres

## Effekter af at harmonisere selskabslovgivningen i EU

Bennedsen, Morten; Nielsen, Kasper

### *Document Version*

Final published version

### *Publication date:*

2002

### *License*

CC BY-NC-ND

### *Citation for published version (APA):*

Bennedsen, M., & Nielsen, K. (2002). *Svensk selskabsstyring under pres: Effekter af at harmonisere selskabslovgivningen i EU.*

[Link to publication in CBS Research Portal](#)

### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us (research.lib@cbs.dk) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 16. Apr. 2024



**MORTEN BENNEDSEN og KASPER NIELSEN**

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

*I EUs seneste initiativ, Winter-rapporten, til en harmonisering af reglerne for virksomheds overtagelser 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 estimerer således, at de kontrollerende ejere i op til 37 procent af de svenske virksomheder med forskellige aktieklasser opnår et tab af kontrol ved at indføre en Break-Through regel på 75 procent. Endelig finder vi, at en sådan Break-Through regel vil udelukke kapitaludvidelser, hvis den nuværende kontrolstruktur skal bevares i op i mod halvdelen af alle børsnoterede svenske virksomheder.*

### **1. Indledning**

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 aktionærene, i andre lande kan kontrollen koncentreres hos en lille gruppe aktionærer ved hjælp af pyramide strukturer eller forskellige aktieklasser.

Denne indsigt har motiveret en længerevarende proces indenfor den Europæiske Union med henblik på at harmonisere de vilkår børsnoterede virksomheder opererer under i de forskellige lande. Seneste skridt i denne process var udgivelsen af Winter-rapporten [2002] under titlen “*Report on the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to Takeover Bids*” i Januar 2002.

Rapporten bygger på en grundlæggende præmis, nemlig at en stigende aktivitet for virksomhedsovertagelser i den Europæiske Union medfører et øget pres udefra på virksomhederne for at anvende ressourcerne bedst muligt og det 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, når virksomheder bliver overtaget på tværs af de europæiske landegrænser.

Winter-rapporten har foreslået 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 selskabsretsligt initiativ, der sigter på at regulere aktiviteten for virksomhedsovertagelser 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: Indførsel af et *proportionalitets*princippet og det hertil tilknyttede forslag om at indføre en Break-Through regel i Unionens medlemslande. *Proportionalitets*princippet siger, at der skal være overensstemmelse - eller proportionalitet - mellem det ejerskab en investor har i en virksomhed og den reelle indflydelse samme investor opnår. *Proportionalitets*princippet er opfyldt hvis store ejere med mange stemmer også besidder en stor del af aktiekapitalen (cash flow). Omvendt er der en hel række meget almindelige mekanismer, der strider i mod dette princip, f.eks. at have flere aktieklasser, at organisere sig i en pyramidestruktur og at indføre stemmebegrænsninger. En Break-Through regel er en mekanisme, der sikrer, at hvis en investor ejer en specifik andel af virksomhedens nominelle aktiekapital, uanset om der kan være flere aktieklasser, så skal denne investor også have absolut kontrol med virksomheden. Winter-rapporten foreslår således indførslen af en 75 pct. Break-Through regel. Det vil betyde, at en ejer der erhverver 75 pct. af den nominelle aktiekapital 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 *proportionalitets*princippet og Break-Through reglen er 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 nominelle aktiekapital til at kunne anvende BT-reglen til at overtage kontrollen med virksomheden. Omfanget af BT-reglens effekt på den enkelte virksomhed afhænger således af fordelingen af ejerskabet, dvs. hvor mange aktier der eksisterer af hver type, den relative stemmewægt, fordelingen af aktier blandt ejerne og det niveau som fastsættes for Break-Through reglen. Med andre ord bliver konsekvenserne begrænsede for virksomheder, hvis de kontrollerende ejere besidder en tilstrækkelig stor andel B-aktierne foruden deres A-aktier.

Hovedformålet med denne artikel er at identificere 1) hvorledes den svenske model for virksomhedsorganisering er i overensstemmelse med *proportionalitets*princippet og 2) at identificere hvilke svenske virksomheder, der vil blive påvirket af indførelsen af en 75. pct. Break-Through regel.

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 10-16 eller 5-9 pct. af disse vil blive påført et direkte tab af kontrol som følge af introduktionen af en Break-Through regel. Derudover estimerer vi, at 16-59 virksomheder svarende til 9-32 pct. formodentligt vil blive påvirket. Samlet set konkluderer vi, at mellem 32 og 69 virksomheder, svarende til 17-37 procent af de svenske virksomheder med forskellige aktieklasser, vil blive påvirket af en BT-regel.

I et nylig artikel analyserer Berglöf & Burkart [2002] 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 idéen 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.

Intentionen med denne artikel er ikke at bidrage direkte til denne 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. Vi vil således udvide denne case orienterede tilgang til at omfatte alle børsnoterede svenske virksomheder med forskellige aktieklasser.

Resten af denne artikel er struktureret som følger: I næste afsnit vil vi analysere om organiseringen af svenske virksomheder er i overensstemmelse med proportionalitetsprincippet. I afsnit 3 analyserer vi konsekvenserne af at indføre en Break-Through regel, mens vi i afsnit 4 diskuterer, hvilke implikationer Winter-rapportens forslag har for den svenske model for virksomhedsorganisering.

## **2. Proportionalitetsprincippet i Sverige**

Proportionalitetsprincippet er gennemført, hvis aktionærernes stemmerettigheder er proportionalt med deres cash flow rettigheder, 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.

Til vores analyse af børsnoterede virksomheder i Sverige har vi indsamlet information fra SIS Ägaraservices [2001] årlige publikation "*Ägare och magten*" omkring virksomhedernes organisering og ejere. Vi har suppleret disse informationer med markedsdata fra *Stockholmbörsens* hjemmeside [www.xsse.se](http://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.

< Tabel 1 >

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 svenske virksomheder er denne andel 0.60, hvilket indikerer en tendens til at de største og de mindre virksomheder i højere grad end de mellemstore virksomheder anvender forskellige aktieklasser. 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 virksomhederne organisere sig på måder, som indirekte strider imod proportionalitetsprincippet, idet man gennem pyramidestrukturer kan opnå kontrol med en virksomhed med mindre end 50 procent af det samlede cash flow. For at vurdere omfanget af pyramidestrukturer har vi ligeledes i *Tabel 1* opgjort, hvor mange virksomheder der har en ikke-ultimativ ejer blandt ejerkredsen. Ultimative ejere er ejere, der ikke umiddelbart har andre ejere, dvs. personer, fonde, pensionsselskaber og offentlige myndigheder. Vi medtager dog fonde i vores opgørelse over pyramidestrukturer, idet fondsejerskab generelt set udgør en barriere imod overtagelsesforsøg. Vores analyse af anvendelse af pyramidestrukturer bliver således et spørgsmål om at identificere, 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 Ägaraservices* [2001] specifikt angiver dette. Virksomheder som har to selskaber som ejere, vil således blive placeret under kategorien *selskaber* uanset om de to ejere rent praktisk fungerer som et holdingselskaber. Det fremgår af *Tabel 1*, at en betydelig andel af virksomhederne har organiseret sig med pyramidestrukturer, idet henholdsvis 7, 49 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 virksomhederne, hvoraf holdingselskaber udgør over halvdelen. Der er således en meget klar tendens til at anvende barrierer, der strider imod proportionalitetsprincippet.

I en europæisk kontekst er det interessant, at Sverige er det land i Europa, som har den største andel af børsnoterede 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 af anvendelsen af aktieklasser og

pyramidestrukturer i en Europæiske sammenhæng henvises til Bennedsen & Nielsen [2002a] og Faccio & Lang [2002].

I virksomheder med forskellige aktieklasser bestemmes graden af disproportionalitet af forskellen mellem fordelingen af stemmer og cash flow. Disproportionaliteten afhænger således af antallet af aktieklasser, det relative stemmeforhold, fordelingen af aktier på tværs af ejere indenfor hver aktieklasser 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 i svenske børsnoterede virksomheder med forskellige aktieklasser i en række figurer, som fokuserer på den største ejer og gruppen af store ejere.<sup>1</sup> 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 cash flow 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 cash flow de oprindelige ejere besidder, idet vi ikke kan undgå at medtage enkelte store B-aktionærer.

I *Figur 1, panel A* har vi plottet den største ejers andel af cash flow mod den tilhørende andel af stemmerne i alle 185 svenske virksomheder med forskellige aktieklasser. Figuren illustrerer således i hvor høj grad svenske virksomheder afviger fra proportionalitetsprincippet, som er vist ved den stiplede linie.

< Figur 1 >

Det fremgår, at der i svenske virksomheder i høj grad er disproportionalitet mellem de stemme- og cash flow rettigheder, som den største ejer besidder. I figuren har vi indlagt en linie med hældning

---

<sup>1</sup> Vi vil i denne artikel benytte termene største ejer og gruppen af store ejere defineret som henholdsvis den største ejer målt på andelen af stemmer og den samlede ejerskabsandel for ejere, som individuelt besidder mere end 5 procent af stemmerne.

fra en regression uden konstantled af andelen af stemmer på andelen af cash flow. Linien illustrerer således den gennemsnitlige afvigelse fra proportionalitetsprincippet.

Tilsvarende viser *Panel B* i *Figur 1*, at der ligeledes for gruppen af store ejere, defineret som de ejere som individuelt besidder mere end 5 procent af stemmerne, er en høj grad af disproportionalitet mellem fordelingen af stemmer og cash flow. Sammenligner man *Panel A* og *B*, er der en svag tendens til at disproportionaliteten mellem andelen af cash flow 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.

I sig selv er forskellige aktieklasser blot en måde at muliggøre afvigelser fra proportionalitetsprincippet, idet det er den faktiske fordeling af stemmer og cash flow, som bestemmer graden af disproportionalitet. I de to paneler i *Figur 1* kan graden af disproportionalitet således bestemmes ved den lodrette afstand til proportionalitetslinien.<sup>2</sup>

Winter-rapporten [2002] fremsætter tre specifikke forslag til dens principper i praksis, hvoraf den ene relaterer sig direkte til proportionalitetsprincippet, nemlig den såkaldte Break-Through regel. I det følgende afsnit vil vi analysere konsekvenserne af at indføre denne regel.

### **3. Break-Through reglen**

Break-Through reglen foreskriver at en investor, der har opnået et bestemt andel af cash flow rettighederne, 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 det samlede cash flow skal kunne opnå kontrol med virksomheden uanset tilstedeværelsen af forskellige aktieklasser. Grundlæggende er det værd at fastslå, at en Break-through regel kun har effekt for virksomheder med forskellige aktieklasser eller stemmeloffer. Vi vil derfor i denne analyse fokusere på virksomheder med flere aktieklasser. I den forbindelse skal det bemærkes, at Break-Through reglen først sætter systemet med forskellige aktieklasser ud af kræft når niveauet overskrides. Konsekvenserne af en Break-Through regel vil således være mest udtalte i virksomheder, der har organiseret sig således, at man ved hjælp af de

---

<sup>2</sup> For en mere grundig gennemgang af proportionalitetsprincippet henvises til Bennedsen & Nielsen [2002b]



stemmetunge aktier kan kontrollere virksomheden med en ganske lille andel af det samlede cash flow. Vi vil derfor i det følgende koncentrere os om empirisk at påvise konsekvenserne for svenske virksomheder af en Break-Through regel. For en teoretisk funderet analyse af reglen henvises til Berglöf & Burkart [2002].

Vi har illustreret konsekvenserne af Break-Through reglen i *Figur 2* med udgangspunkt i henholdsvis den største ejer og gruppen af store ejere. De to paneler i figuren er udarbejdet under forudsætning af et 10:1 stemmeforhold mellem A- og B-aktierne, hvorfor antallet af virksomheder reduceres til 174 jf. *Tabel 1*. Blandt de 11 virksomheder som ikke er medtaget i *Figur 2* er f.eks. *Ericsson AB*, som har et 100:1 stemmeforhold mellem A- og B-aktier. Disse 11 virksomheder er i stedet medtaget i *Tabel 2*, som opsummerer konsekvenser af BT-reglen, som vi udleder fra *Figur 2*.

< Figur 2 >

På x-aksen har vi A-aktiernes andel af det samlede cash flow, mens y-aksen angiver den respektive aktionærs andel af cash flow. *Panel A* i *Figur 2* viser således den største aktionærs andel af cash flow. Vi markerer hver virksomhed med en prik, hvis den største aktionær er kontrollerende, dvs. besidder mere end 50 procent af stemmerne. Er dette ikke tilfældet markeres virksomheden med en firkant. Hver virksomhed er således repræsenteret en gang i hvert panel af *Figur 2*. I *Hennes & Mauritz* (nr. 66) udgøres 11,7 procent af aktiekapitalen af A-aktier, mens den største ejer besidder 44,4 og 73 procent af henholdsvis cash flow og stemmer. *Hennes & Mauritz* (nr. 66) plottes derfor med en prik i *Panel A* i *Figur 2* udfor 0,117 på x-aksen og 0,444 på y-aksen. Tilsvarende udgør A-aktierne 57,6 procent i *NCC* (nr.104), som plottes med en firkant, idet den største ejer besidder 32,3 procent af cash flow og 48,2 procent af stemmerne. Firkanten for *NCC* (nr. 104) placeres derfor udfor 0,576 og 0,323 på henholdsvis x- og y-aksen.

I figuren har vi yderligere indtegnet to linier. Kontrollinien viser den mindst mulige andel af virksomhedens cash flow, som det er nødvendigt at internalisere for at have absolut kontrol med virksomheden, dvs. besidde mindst 50 procent af stemmerne. Hvis der således kun er ganske få A-aktier i virksomheden, så skal en kontrollerende ejer mindst internalisere 50 procent af aktiekapitalen. En stigende andel af A-aktier fører til, at en kontrollerende ejer kan nøjes med at eje relativt lidt af aktiekapitalen og stadig have absolut kontrol via A-aktiernes stemmevægt. Når A-

aktierne udgør 9,1 procent af det samlede cash flow kan man via ejerskab af alle A-aktierne opnå kontrol med virksomheden og samtidig kun internalisere 9,1 procent af cash flow. En større andel af A-aktier betyder herefter, at det er nødvendigt for en kontrollerende ejer eller gruppe af ejere at internalisere stadig mere af den risikovillige kapital, hvorfor kontrollinien stiger støt mod de 50 procent. Break-Through linien viser effekten af en Break-Through regel på 75 procent, idet virksomheder med ejere som besidder mere end 25 procent af cash flow kan blokere for anvendelsen af BT-reglen. I *Kinnevik* (nr. 85) har den største ejer mere end 50 procent af stemmerne men kun 21,3 procent af cash flow, hvorfor den største ejer ikke blokerer Break-Through reglen. Det gør den største ejer i *Gambro* (nr. 58) derimod med 25,2 procent af cash flow, selvom denne ikke er kontrollerende som følge af en tilhørende stemmeandel på 33,3 procent.

Med udgangspunkt i *Figur 2*, vil vi nu opdele virksomhederne i fire grupper ud fra de områder, som de to linier opdeler figurerne i. I to af disse områder opnår et tab af kontrol. Det første er området mellem Kontrol- og Break-Through linien, hvor den største aktionær har absolut kontrol med virksomheden, men internaliserer mindre end 25 procent af cash flow (som f.eks. den største ejer i *Kinnevik* – nr. 85). I disse virksomheder oplever den kontrollerende ejer et *direkte tab af kontrol*, idet Break-Through 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. *Gambro* (nr. 58), der ligger under både Kontrol- og Break-Through 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 kontrol tab sfa. disproportionalitet eller spredt ejerskab jf. *Figur 1*. Vi definerer derfor virksomheder med et *potentielt og sandsynligt kontrol tab*, som de virksomheder hvor de kontrollerende ejere har et potentielt kontrol tab og hvor der samtidig er en disproportionalitet mellem deres cash flow og stemmerettigheder som er større end 10 procent. Tilsvarende siger vi at virksomhederne med spredt ejerskab (dvs. lille disproportionalitet) har et *potentielt men usandsynligt kontrol tab*.

Endelig påvirkes de to grupper af virksomhederne, henholdsvis dem hvor den største ejer har over og under 50 procent af stemmerne, jf. deres placering over BT-linien ikke. Disse to grupper af virksomheder oplever ikke noget tab af kontrol i forbindelse med Break-Through reglen. Grupperne

har det tilfælles, at den største ejer besidder mere end 25 procent af cash flow 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. 44 og 27), hvor den største ejer har henholdsvis *komfort med kontrol* og *komfort uden kontrol*.

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 aktionærer, hvorfor vi i *Panel B* i *Figur 2* kigger på gruppen af store ejere. Af *Panel B* fremgår det, at der stadig er et betydeligt antal virksomheder under Break-Through linien. Selv når vi kigger på gruppen af store ejere befinder store virksomheder som *Electrolux* (nr. 41) sig under BT-linien, mens virksomheder som *Atlas Copco* (nr. 12) bevæger sig op i området over linien. Endelig giver *Tabel 2* en oversigt over fordelingen af virksomheder på de 4 områder i *Figur 2*.

< Tabel 2 >

Det fremgår af *Tabel 2*, at mellem 10 og 16 svenske virksomheder svarende til mellem 5 og 9 procent får et direkte tab af kontrol som følge af Break-Through reglen. Derudover vil mellem 52 og 110 opleve et potentielt tab af kontrol. Heraf udgør gruppen med et potentielt og sandsynligt kontrol tab henholdsvis 17 og 59 virksomheder. Dermed påvirkes kontrollen potentielt set i over en trediedel af de børsnoterede virksomheder med forskellige aktieklasser i Sverige. Endelig er det værd at bemærke, at en række virksomheder i både *Panel A & B* i *Figur 2* befinder sig lige over det niveau på 25 procent som blokerer for Break-Through 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* stige fra 10 til 22. Dette er specielt interessant i lyset af, at Winter-rapporten [2002] forslår en Break-Through regel med et niveau på højst 75 procent.

Vi estimerer således at mellem 5 og 9 procent af de virksomhederne med forskellige aktieklasser i Sverige opnår et direkte tab af kontrol. Yderligere oplever 9-32 procent af virksomhederne et potentielt og sandsynligt tab af kontrol som følge af Break-Through reglen. Samlet set påvirkes

kontrollen i op til 37 procent af de svenske virksomheder med forskellige aktieklasser, hvilket svarer til 20 procent af alle børsnoterede virksomheder i Sverige. For en række virksomheder vil Break-Through reglen foruden dette tab betyde at muligheden for at fremtidige kapitaludvidelser uden at kontrolstrukturen bliver påvirket. Vil i det følgende afsnit analysere størrelsen af dette indirekte tab.

### ***2.1 Indirekte tab relateret til muligheden for fremtidige 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 virksomheders mulighed for at hente kapital via markedet. Analysen beror på en række antagelser som det er værd at nævne. Vi antager, at virksomhederne rent faktisk anvender markedet som finansieringskilde, hvilket ikke er tilfældet for en række af gamle og veletablerede virksomheder. Ligesom vi antager, at virksomhederne er i stand til at udstede aktier uden at kontrolstrukturen ændres. Disse antagelser tenderer begge imod en overvurdering af det indirekte tab relateret til virksomhedernes muligheder for 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 Break-Through reglen kan omorganisere sig (se f.eks. Bebchuch & Hart [2002] og Berglöf & Burkart [2002]). 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 opkøbe aktier indtil deres beholdning af cash flow overstiger 25 procent. Analysen i dette afsnit kan således (om ikke andet) konkretisere sandsynligheden for dette scenario.

Vi har beregnet den maksimale udvidelse af cash flow som virksomheden kan sælge til outsiders uden at den nuværende kontrolstruktur ændres. Vi antager, at den nuværende kontrolstruktur bevares så længe den største eller gruppen af store ejere har en ejerskabsandel over 25 procent. I *Tabel 3* har vi opsummeret fordelingen af børsnoterede svenske virksomheder efter deres maksimalt mulige udvidelse af aktiekapitalen.

< Tabel 3 >

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. Den manglende mulighed for kapitaludvidelser betyder endvidere, at den største ejer rent faktisk skal akkumulere cash flow 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 aktionær her kun akkumulere cash flow 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 begrænsede. Denne gruppe indeholder i alt 63 virksomheder.

*Tabel 3* indeholder ligeledes fordelingen af virksomheder under antagelse at gruppen af store ejere sammen bevarer deres kontrol. Det fremgår at over to tredjedele af virksomhederne kan fortage betydelige ekspansioner af cash flow uden at komme i konflikt med Break-Through reglen, selv hvis alle nye aktier bliver afhændet til udefrakommende investorer. Hvis alle nuværende aktionærer med mere end 5 procent af stemmerne kan forenes, er det således godt en tredjedel af virksomhederne som risikerer at få en ændret kontrolstruktur.

I *Tabel 4* har vi kun medtaget virksomheder med en disproportionalitet, som er større end 10 procent. Det fremgår tydeligt ved en sammenligning med *Tabel 3*, at fordelingen af virksomheder på de forskellige grupper er stort set upåvirket, således at antallet af virksomheder i de forskellige grupper bliver reduceret stort set proportionalt i nedgangen fra i alt 185 til 132 virksomheder.

< Tabel 4 >

For de 50 største børsnoterede svenske virksomheder målt på markedsværdi har vi i *Figur 3* 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.

< Figur 3 >

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 cash flow med henholdsvis 77,6 og 38,8 procent svarende til henholdsvis 82,7 og 1 mia. skr. i monetære termer.<sup>3</sup> Omvendt skal den største aktionær i virksomheder som *SKF* og *Skanska* forøge sin nuværende beholdning af cash flow med henholdsvis 41,6 og 65,2 procent for at kunne blokere Break-Through 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 aktionærer kan holde sammen. *Asea Abloy* er således i stand til at udvide cash flow med hele 47,2 procent svarende til 29 mia. skr., hvis gruppen af store aktionærer kan samarbejde om kontrollen med virksomheden, hvilket står i kontrast til virksomhedens største aktionær, som var nødsaget til at forøge sin beholdning af aktiekapitalen med 34,4 procent for at opnå 25 procent af cash flow.

Break-Through reglen vil således begrænse muligheden for kapitaludvidelser samtidig med, at den nuværende kontrolstruktur fastholdes i over halvdelen af alle børsnoterede virksomheder i Sverige. Anvendes målet for disproportionalitet til at frasortere virksomheder med spredt ejerskab reduceres antallet af virksomheder med et indirekte tab til 80 svarende til 43 procent. Endelig viser *Tabel 3 & 4*, at kun 8-9 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 cash flow til at kunne blokere BT-reglen.

#### **4. Diskussion**

Hovedkonklusionen i denne artikel er, at den svenske model selskabsstyring vil blive påvirket, hvis Winterrapportens forslag om indførelse af et *proportionalitets*princip og en 75 pct. 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

---

<sup>3</sup> Markedsværdien er udregnet primo 2001 og afspejler således ikke den aktuelle værdi.

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 kontrol tab som følge af en 75 pct. Break-Through regel. Derudover er det sandsynligt at de kontrollerende ejere i yderligere 16 til 59 virksomheder vil opleve et kontrol tab. Sammenlagt identificerer vi, at mellem 17 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 43 procent af de svenske virksomheder 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 andre og dyrere finansieringskilder. Herved opstår et indirekte tab som følge af introduktionen af BT-reglen. Endelig har vi påvist, at for 8-9 procent af virksomhederne er det sandsynligt, at de kontrollerende ejere kan opkøbe tilstrækkeligt med cash flow til at blokere Break-through reglen.

I en international sammenligning er svenske virksomheder særdeles følsomme overfor de initiativer der fremsættes i Winter-rapporten. I Bennedsen & 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 Break-Through 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 undre 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 og dermed en bedre allokering af produktionsfaktorerne, må være at virksomheder, der organiserer deres ejerskab med en høj grad af disproportionalitet mellem kontrol og cash flow er mindre værdiskabende (og efficiente) 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 & Högfeldt [2001] for et svensk studie). Men det er derimod ikke dokumenteret, at det betyder, at virksomheder med en betydelig disproportionalitet er mindre værdiskabende end virksomheder, der har en høj grad af proportionalitet mellem fordelingen af stemmer og cash flow.

Flere kommentatorer (f.eks. Berglöf & Burchart [2002]) 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 mellem disse størrelser 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 sådanne 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.

Et andet interessant spørgsmål i forbindelse med Break-Through reglen 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 sige noget generelt om hvilke virksomheder, som lider et faktisk tab af kontrol. F.eks. bliver den største ejer i *Hennes & Mauritz* (nr. 66), som ligger i komfort zonen i *Figur 1*, signifikant mindre påvirket af



BT-reglen end i virksomheder, som ligger i området med et direkte kontrol tab. I særdeleshed vil vores figurer og appendiks være anvendelige til eksplicit at identificere, for hvilke svenske virksomheder et krav om kompensation er mere relevant end andre.

## **Referencer**

Barca, F. and M. Becht [2001], *Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, Oxford.

Bebchuck, L. and O.D. Hart [2002], A Threat to Dual-Class Shares, *Financial Times*, 31. Maj 2002.

Bennedsen, M.. & 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. & K. Nielsen [2002b], The Proportionality Principle, Manuskript under udarbejdelse.

Berglöf, E. and M. Burkart [2002], " "Break-Through" in European Takeover Regulation", SITE Staff Paper 02/03, Stockholm School of Economics.

Bolton, P. [2002], *Should the EU adopt the Winter Proposals?*, Presentation at the ECGO Session on The Future of Corporate Takeovers in Europe at the Federation of European Securities Exchanges' 6<sup>th</sup> European Financial Markets Convention, Brussels, 31, May.

Faccio, M. and L.H.P. Lang [2002], "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics*, 65, (3).

Holmén, M. & 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 Session on The Future of Corporate Takeovers in Europe at the Federation of European Securities Exchanges' 6<sup>th</sup> European Financial Markets Convention, Brussels, 31, May.

Mayer, C. [2002], *Should the EU adopt the Winter Group Proposals?*, Presentation at the ECGO Session on The Future of Corporate Takeovers in Europe at the Federation of European Securities Exchanges' 6<sup>th</sup> European Financial Markets Convention, Brussels,, 31, May.

Nenova, T. [2000], "The Value of Corporate Votes and Control Benefits", Working Paper, Department of Economics, Harvard University.

Pagano, M. [2002], *Curing Symptom or Disease?*, Presentation at the ECGO Session on The Future of Corporate Takeovers in Europe at the Federation of European Securities Exchanges' 6<sup>th</sup> European Financial Markets Convention, Brussels, 31, May.

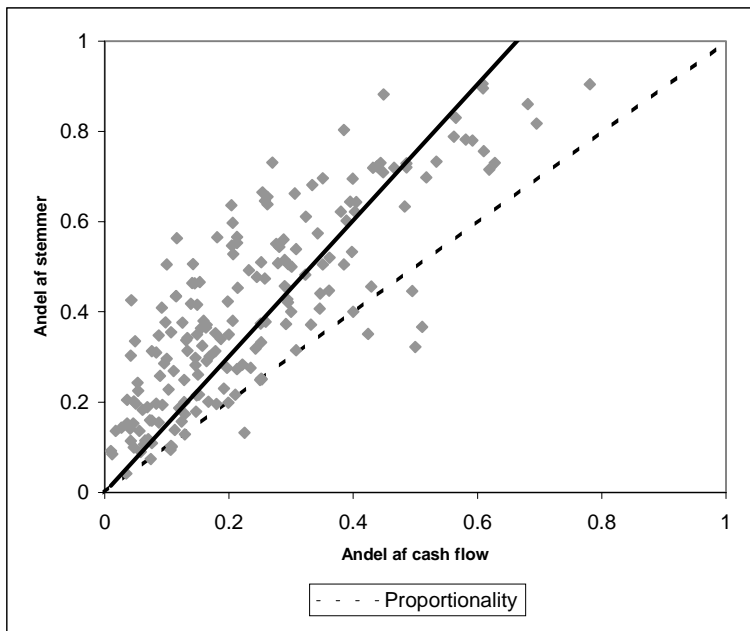
SIS Ägarservice [2001], *Ägare och makten i Sveriges Börsföretag 2001*.

Winter-rapporten [2002], Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Bruxelles, 2002.

Zingales, L. [1995], "What Determines the Value of Corporate Votes?", *Quarterly Journal of Economics*, (110).

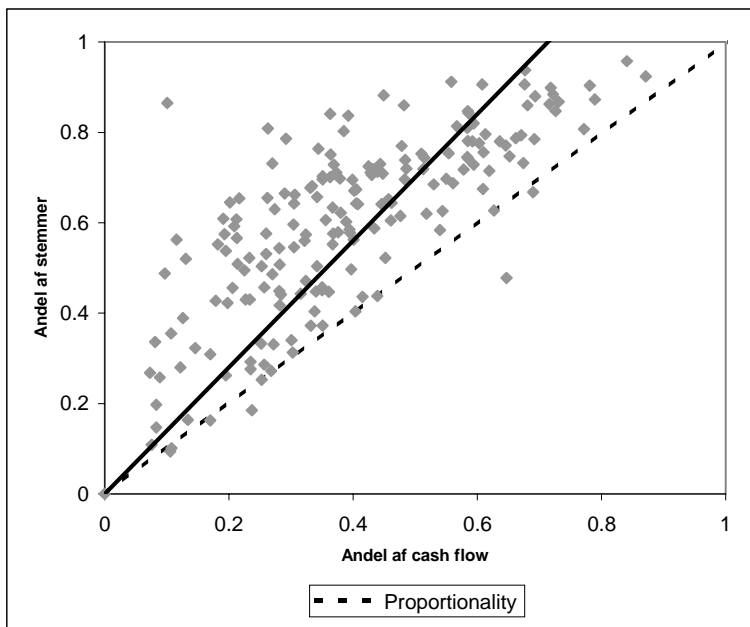
## Figur 1

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



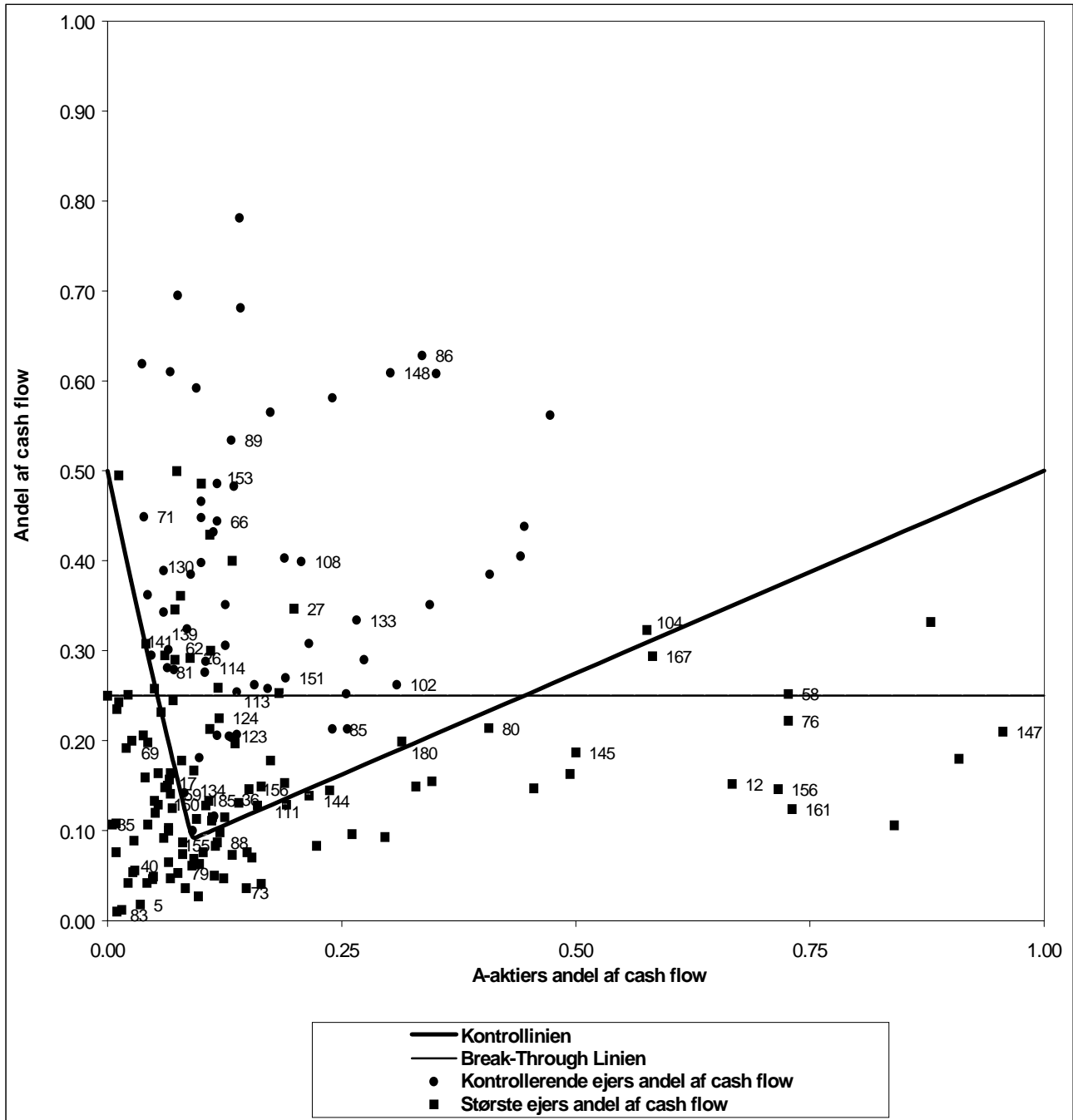
**Anm.:** Figuren viser forholdet mellem den største ejers andel af cash flow og stemmer i 185 børsnoterede svenske virksomheder med flere aktieklasser. Den stiplede linie angiver proportionalitet mellem andel af cash flow og stemmer. Endelig har vi tilføjet en tendenslinie fra en regression uden konstantled af den største ejers andel af stemmer på andelen af cash flow.

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



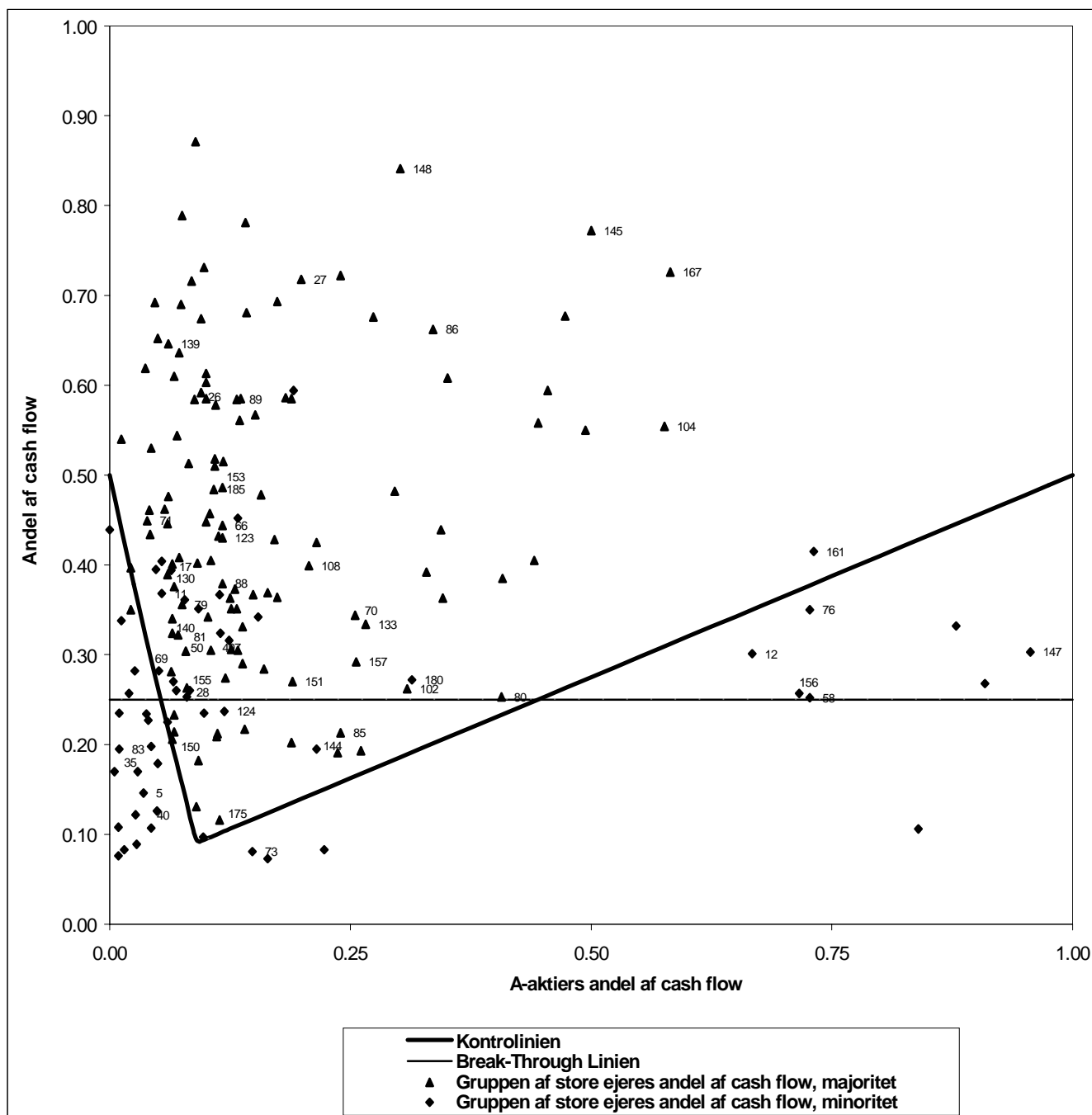
**Anm.:** Figuren viser forholdet mellem gruppen af store ejeres andel af cash flow og stemmer i 185 børsnoterede svenske virksomheder med flere aktieklasser. Den stiplede linie angiver proportionalitet mellem andel af cash flow og stemmer. Endelig har vi tilføjet en tendenslinie fra en regression uden konstantled af gruppens andel af stemmer på andelen af cash flow.

**Figur 2**  
**Panel A: Største ejers andel af cash flow**



**Anm.:** Figuren indeholder alle svenske virksomheder med flere aktieklasser og et 10:1 stemmeforhold mellem A- og B-aktier. Der er i alt 174 virksomheder i figuren. Vi har nummereret de 50 største virksomheder ud fra markedsværdien i 2001. En oversigt over virksomhederne findes i tabel A.1 i appendiks. For hver virksomhed er plotter vi A-aktiernes andel af cash flow på x-aksen. Virksomhederne inddeles i to grupper: dem hvor den største ejer er *kontrollerende* ejer og dem hvor den *største ejer* har mindre end 50 procent af stemmerne. Vi markerer disse to grupper med henholdsvis en prik og en firkant, og plotter andelen af cash flow for den respektive ejer på y-aksen. Hver virksomhed optræder dermed kun en gang i figuren. Kontrollinien angiver den mindste andel af cash flow som er nødvendig for at have kontrol med virksomheden. Break-Through linien illustrerer de andel af cash flow som blokerer andre investorer fra at anvende Break-Through reglen.

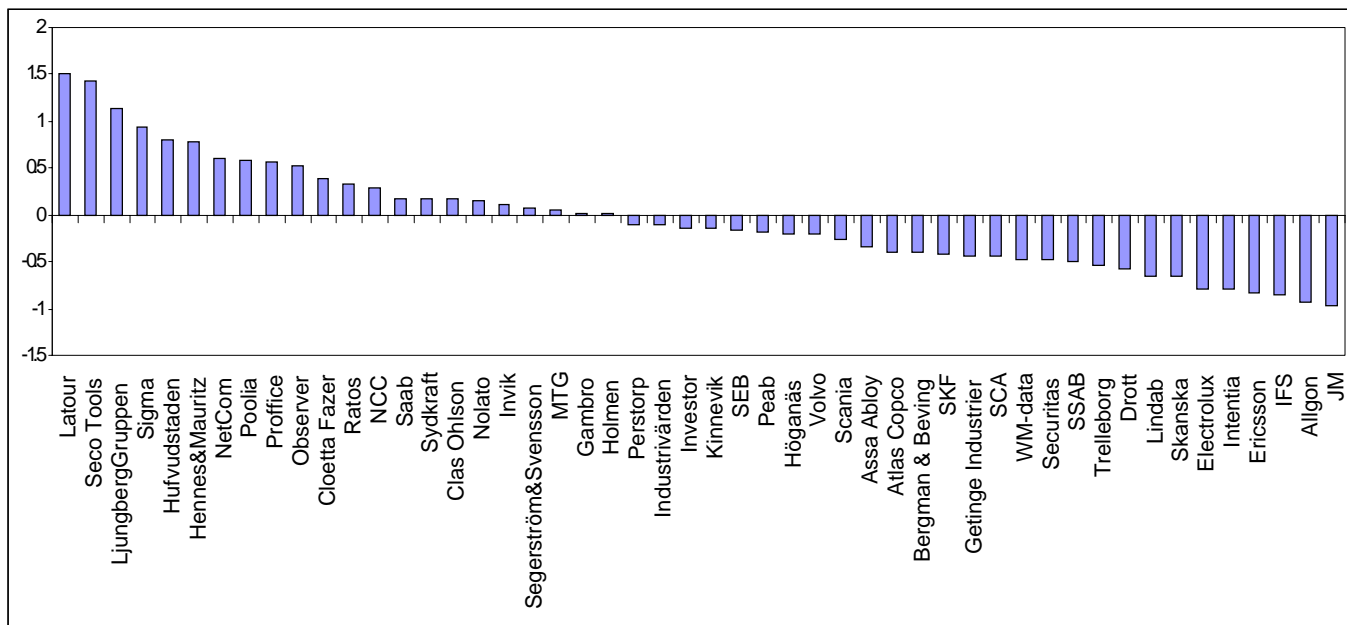
### Panel B: Gruppen af store ejeres andel af cash flow



**Anm.:** Figuren indeholder alle svenske virksomheder med flere aktieklasser og et 10:1 stemmeforhold mellem A- og B-aktier. Der er i alt 174 virksomheder i figuren, Vi har nummereret de 50 største virksomheder ud fra markedsværdien i 2001. En oversigt over virksomhederne findes i tabel A.1 i appendiks. For hver virksomhed er plotter vi A-aktierens andel af cash flow på x-aksen. Virksomhederne inddeles i to grupper: dem hvor gruppen af store ejere er *kontrollerende* ejer og dem hvor gruppen af *stor ejere* har mindre end 50 procent af stemmerne. Vi markerer disse to grupper med henholdsvis en trekant og en diamant, og plotter andelen af cash flow for den respektive gruppe af ejere på y-aksen. Hver virksomhed optræder dermed kun en gang i figuren. Kontrolinien angiver den mindste andel af cash flow som er nødvendig for at have kontrol med virksomheden. Break-Through linien illustrerer de andel af cash flow som blokerer andre investorer fra at anvende Break-Through reglen.

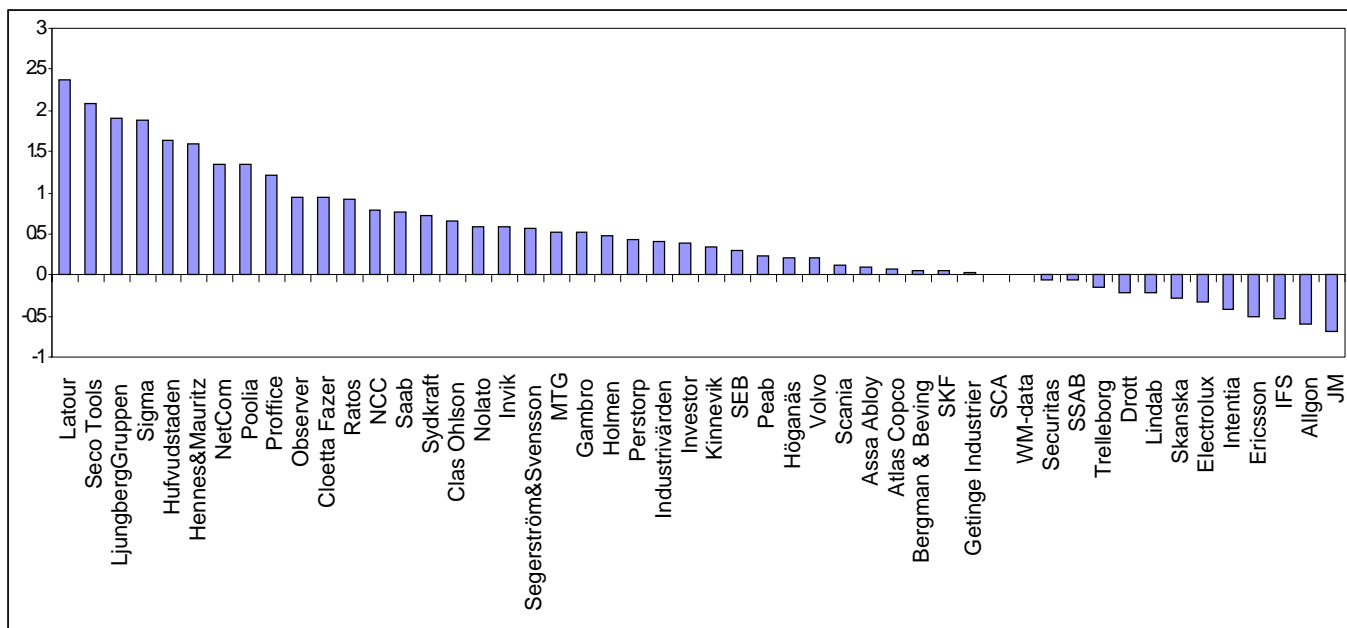
**Figur 3**

**Panel A: Mulig udvidelse af cash flow for de 50 største virksomheder med aktieklasser, største ejer**



**Anm.:** Figuren viser de andel af cash flow 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 cash flow. Negative tal afspejler en situation, hvor den største ejer ikke blokerer imod anvendelsen af Break-Through reglen.

**Panel B: Mulig udvidelse af cash flow for de 50 største virksomheder med aktieklasser, Gruppen af store ejere.**



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

**Tabel 1, Svenske virksomheders anvendelse af barrierer til proportionalitetsprincippet**

	<b>N</b>	<b>Andel</b>	<b># Top 25</b>	<b># Top 50</b>	<b># Top 100</b>
<b>Har aktieklasser</b>	<b>185</b>	<b>0.55</b>	<b>15</b>	<b>27</b>	<b>46</b>
- 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
<b>Stemmeretsbegrænsninger</b>	<b>6</b>	<b>0.02</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>5</b>
<b>Omsættelighedsbegrænsninger</b>	<b>0</b>	<b>0.00</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Mindst en barriere imod proportionalitetsprincippet</b>	<b>189</b>	<b>0.57</b>	<b>16</b>	<b>31</b>	<b>50</b>
<b>Er fondsejet</b>	<b>23</b>	<b>0.07</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>5</b>
- hvor denne er største ejer	5	0.02	1	1	1
<b>Er ejet af et holdingselskab</b>	<b>161</b>	<b>0.48</b>	<b>4</b>	<b>15</b>	<b>38</b>
- hvor denne er største ejer	94	0.28	2	12	26
<b>Er ejet af et andet selskab</b>	<b>131</b>	<b>0.39</b>	<b>11</b>	<b>26</b>	<b>44</b>
- 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.

**Tabel 2, Konsekvens af Break-Through reglen for kontrolallokeringen**

<b>Område</b>	<b>Største ejer</b>		<b>Gruppen af kontrollerende ejere</b>	
	<b>N</b>	<b>Andel</b>	<b>N</b>	<b>Andel</b>
Direkte tab af kontrol	<b>10</b>	<b>0.05</b>	<b>16</b>	<b>0.09</b>
Potentielt tab af kontrol	99	0.54	29	0.16
- heraf sandsynligt tab	<b>59</b>	<b>0.32</b>	<b>17</b>	<b>0.09</b>
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 2. 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 cash flow. Tilsvarende udtrykker potentielt tab af kontrol at den respektive ejer har mindre end 50 procent af stemmerne og 25 procent af cash flow. Virksomheder med et potentielt og sandsynligt kontrol tab er de virksomheder, hvor kontrol tabet er potentielt og hvor den største eller gruppen af store ejere har en disproportionalitet mellem cash flow og stemmer, som er større end 10 procent. Komfort uden og komfort med kontrol afspejler at den respektive ejer besidder over 25 procent af cash flow og henholdsvis mindre og mere end 50 procent af stemmerne.

**Tabel 3, Konsekvens af Break-Through reglen for mulig udvidelse af cash flow**

Mulig udvidelse af cash flow	Største ejer		Gruppen af kontrollerende 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 cash flow 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 cash flow og dermed blokerer imod anvendelse af Break-Through reglen. Negative tal afspejler en situation, hvor gruppen af store ejere ikke blokerer imod anvendelsen af Break-Through reglen.

**Tabel 4, Konsekvens af Break-Through reglen for mulig udvidelse af cash flow for virksomheder med en disproportionalitet > 10 procent.**

Mulig udvidelse af cash flow	Største ejer		Gruppen af kontrollerende ejere	
	N	Andel	N	Andel
< -10 procent	69	0,53	29	0.20
-10 til 10 procent	11	0,08	13	0.09
10 til 50 procent	20	0,15	32	0.22
50 til 100 procent	17	0,13	33	0.23
100 til 150 procent	9	0,07	24	0.16
> 150 procent	4	0,03	15	0.10

**Anm.:** Tabellen opsummerer fordelingen af virksomheder med en disproportionalitet > 10 procent på intervaller for den andel af cash flow 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 cash flow og dermed blokerer imod anvendelse af Break-Through reglen. Negative tal afspejler en situation, hvor gruppen af store ejere ikke blokerer imod anvendelsen af Break-Through reglen.



## APPENDIKS

**Tabel A.1, Svenske virksomheder med flere aktieklasser**

Virksomheder med **fed** skrift tilhører gruppen af de 50 største virksomheder med flere aktieklasser målt på markedsværdi.

SVERIGE (AB)							
1	AcadeMedia	48	Extended Capital Group	95	Medivir	142	SalusAnsvar
2	Active Biotech	49	Facile & Co	96	Mekonomen	143	SBI Holding
3	Adera	50	Fingerprint Cards	97	Micro Systemation	144	<b>SCA</b>
4	Affårsstrategerna	51	Finnveden	98	Midway holding	145	<b>Scania</b>
5	<b>Allgon</b>	52	Fjällräven	99	MiniDoc	146	Scribona
6	Ångpanneföreningen	53	Focal Point	100	MNRG	147	<b>SEB</b>
7	Arcam	54	Forum SQL	101	MSC	148	<b>Seco Tools</b>
8	Array	55	Frango	102	<b>MTG</b>	149	Sectra
9	Artema Medical	56	Frontec	103	MTV Produktion	150	<b>Securitas</b>
10	Artimplant	57	Frontyard	104	<b>NCC</b>	151	<b>Segerström&amp;Svensson</b>
11	<b>Assa Abloy</b>	58	<b>Gambro</b>	105	Nea	152	SHB
12	<b>Atlas Copco</b>	59	<b>Getinge Industrier</b>	106	Nefab	153	<b>Sigma</b>
13	AudioDev	60	Geveko	107	Net Insight	154	SinterCast
14	B & N	61	Glycorex Transplantation	108	<b>NetCom</b>	155	<b>Skanska</b>
15	Beijer & Alma	62	Gorthon Lines	109	Netwise	156	<b>SKF</b>
16	Beijer G & L	63	Gotlandsbolaget	110	New Wave	157	Smarteq
17	<b>Bergman &amp; Beving</b>	64	Havsfrun	111	Nibe Industrier	158	Softronic
18	BioGaia Biologics	65	Heba	112	Nilörngruppen	159	Spendrups
19	Biolight International	66	<b>Hennes&amp;Mauritz</b>	113	Nocom	160	SRAB Holding
20	Borås Wäfveri	67	Hexagon	114	<b>Nolato</b>	161	<b>SSAB</b>
21	Brio	68	HL Display	115	Nordifa	162	Strålfors
22	Broström	69	<b>Höganäs</b>	116	NovaCast	163	Svedbergs
23	CashGuard	70	<b>Holmen</b>	117	Novotek	164	Svenska Orient Linien
24	CF Berg	71	<b>Hufvudstaden</b>	118	Obducat	165	Svolder
25	Cherryföretagen	72	IBS	119	<b>Observer</b>	166	Sweco
26	<b>Clas Ohlson</b>	73	<b>IFS</b>	120	OEM International	167	<b>Sydskraft</b>
27	<b>Cloetta Fazer</b>	74	Inac	121	Ortivus	168	Target Investment
28	Columna	75	Independent Media Grp.	122	PA Resources	169	Taurus Petroleum
29	Concordia Maritime	76	<b>Industrivärden</b>	123	<b>Peab</b>	170	Thalamus Networks
30	Confidence	77	InfiniCom	124	<b>Perstorp</b>	171	The Empire
31	Consilium	78	Intellecta	125	Platzer	172	Tivox
32	Daydream	79	<b>Intentia</b>	126	<b>Poolia</b>	173	TMT One
33	Dial Nxt Group	80	<b>Investor</b>	127	Prevas	174	Traction
34	Diamyd Medical	81	<b>Invik</b>	128	Pricer	175	<b>Trelleborg</b>
35	<b>Drott</b>	82	Itab	129	Probi	176	Tricorona Mineral
36	Duroc	83	<b>JM</b>	130	<b>Proffice</b>	177	TurnIT
37	e-Conomy Network	84	Kabe	131	ProfilGruppen	178	VBG
38	Ecta Resurs	85	<b>Kinnevik</b>	132	Qualisys	179	VLT
39	Elanders	86	<b>Latour</b>	133	<b>Ratos</b>	180	<b>Volvo</b>
40	<b>Electrolux</b>	87	LightLab	134	ReadSoft	181	Wallenstam
41	Elekta	88	<b>Lindab</b>	135	Realia	182	Wedins Norden
42	ElektronikGruppen	89	<b>LjungbergGruppen</b>	136	Resco	183	Westergyllen
43	Enlight	90	Lundbergs	137	RKS	184	Wihl Sonesson
44	<b>Ericsson</b>	91	Lundin Oil	138	Rörvik Timber	185	<b>WM-data</b>
45	Esselte	92	M2S	139	<b>Saab</b>		
46	European Inst of Sc.	93	Malmbergs Elektriska	140	SafePay		
47	Expanda	94	MediRox	141	SälenStjärnan		

**Tabel A.2, Fordeling af virksomheder i Figur 2 & Tabel 2**

	<b>PANEL A – Største ejer</b>	<b>PANEL B – Gruppen af store ejere</b>
<b>Direkte tab af kontrol</b>	15, 20, 34, 75, 85, 105, 123, 157, 175, 182	15, 36, 44, 59, 85, 107, 115, 118, 132, 136, 143, 155, 164, 170, 175, 176
<b>Potentielt og sandsynligt tab af kontrol</b>	2, 5-8, 11 14, 17, 18, 24, 28, 32, 36-45, 49, 50, 56, 59, 61, 67, 69, 72-74, 79, 80, 92, 99, 107, 115, 116, 118, 120, 132, 136, 142-145, 150, 155, 156, 158, 160, 164-166, 168-170, 176, 183, 185	5, 8, 18, 23, 38-42, 56, 69, 72, 73, 92, 144, 150, 160
<b>Potentielt men usandsynligt tab af kontrol</b>	3, 9, 10, 12, 23, 30, 33, 35, 47, 57, 76-78, 83, 87, 88, 91, 95, 103, 109, 111, 121, 122, 124, 128, 129, 131, 134, 137, 140, 147, 149, 152, 154, 161, 177, 179, 180	3, 9, 30, 35, 83, 91, 95, 124, 128, 137, 154, 177
<b>Komfort uden kontrol</b>	1, 22, 25-27, 48, 51, 53-55, 58, 94, 96, 100, 104, 125, 127, 135, 138, 139, 146, 167, 172, 173, 184	2, 10-12, 17, 28, 32, 45, 51, 57, 58, 76, 77, 87, 99, 103, 121, 129, 138, 146, 147, 152, 156, 161, 168, 169, 173, 179, 180, 184
<b>Komfort med Kontrol</b>	4, 13, 16, 19, 21, 29, 31, 46, 52, 60, 62-66, 68, 70, 71, 81, 82, 84, 86, 89, 90, 93, 97, 98, 101, 102, 106, 108, 110, 112-114, 117, 119, 126, 130, 133, 141, 148, 151, 153, 159, 162, 163, 171, 174, 178, 181	1, 4, 6, 7, 13, 14, 16, 19, 20-22, 24-27, 29, 31, 33, 34, 37, 43, 46-50, 52-55, 60-68, 70, 71, 74, 75, 78-82, 84, 86, 88-90, 93, 94, 96-98, 100-102, 104-106, 108-114, 116, 117, 119, 120, 122, 123, 125-127, 130, 131, 133-135, 139-142, 145, 148, 149, 151, 153, 157-159, 162, 163, 165-167, 171, 172, 174, 178, 181-183, 185

**Anm.:** Tabellen giver en oversigt virksomhedernes placering i *Figur 2 & Tabel 2*. Numrene referer til oversigten over virksomheder i *Tabel A.1*.

**Tabel A.3, Fordeling af virksomheder i Tabel 3**

	<b>STØRSTE EJER</b>	<b>GRUPPEN AF STORE EJERE</b>
<b>&lt; -10 procent</b>	3, 5, 8, 9, 18, 23, 30, 35, 36, 38, 39-42, 44, 56, 69, 73, 83, 85, 95, 107, 115, 118, 128, 132, 136, 143, 144, 150, 154, 155, 160, 164, 170, 175-177	3, 5, 8, 9, 18, 23, 30, 35, 36, 38-42, 44, 56, 69, 73, 83, 85, 95, 107, 115, 118, 128, 132, 136, 143, 144, 150, 154, 155, 160, 164, 170, 175-177
<b>-10 til 10 procent</b>	15, 28, 58, 59, 72, 74, 77, 80, 91, 92, 102, 113, 124, 137, 151, 152, 156, 168, 169, 180	15, 28, 58, 59, 72, 74, 77, 80, 91, 92, 102, 113, 124, 137, 151, 152, 156, 168, 169, 180
<b>10 til 50 procent</b>	2, 10, 11, 12, 14, 16, 43, 45, 47, 50, 57, 61, 70, 75, 76, 78, 79, 81, 87, 99, 101, 103, 111, 114, 116, 120, 125, 133, 140, 147, 157, 159, 165, 173, 179, 181, 182, 184	2, 10-12, 14, 16, 43, 45, 47, 50, 57, 61, 70, 75, 76, 78, 79, 81, 87, 99, 101, 103, 111, 114, 116, 120, 125, 133, 140, 147, 157, 159, 165, 173, 179, 181, 182, 184
<b>50 til 100 procent</b>	1, 4, 7, 17, 19, 20, 24, 32, 33, 37, 49, 51, 60, 62, 63, 66, 67, 71, 88, 93, 98, 108, 110, 119, 121, 123, 126, 130, 134, 138, 142, 153, 161, 163, 171, 172, 185	1, 4, 7, 17, 19, 20, 24, 32, 33, 37, 49, 51, 60, 62, 63, 66, 67, 71, 88, 93, 98, 108, 110, 119, 121, 123, 126, 130, 134, 138, 142, 153, 161, 163, 171, 172, 185
<b>100 til 150 procent</b>	6, 13, 25, 26, 29, 31, 48, 53, 54, 64, 65, 84, 89, 90, 96, 97, 100, 104, 105, 109, 112, 122, 127, 129, 131, 149, 158, 166, 183	6, 13, 25, 26, 29, 31, 48, 53, 54, 64, 65, 84, 89, 90, 96, 97, 100, 104, 105, 109, 112, 122, 127, 129, 131, 149, 158, 166, 183
<b>150 procent</b>	21, 22, 27, 34, 46, 52, 55, 68, 82, 86, 94, 106, 117, 135, 139, 141, 145, 146, 148, 162, 167, 174, 178	21, 22, 27, 34, 46, 52, 55, 68, 82, 86, 94, 106, 117, 135, 139, 141, 145, 146, 148, 162, 167, 174, 178

**Anm.:** Tabellen giver en oversigt virksomhedernes placering i *Tabel 3*. Numrene referer til oversigten over virksomheder i *Tabel A.1*.