

# Investorbeskyttelse og virksomhedsovertagelser i Danmark Samfundsøkonomisk analyse af anbefalingerne i "Report of the High Level Group of Company Experts on Issues related to Takeover Bids" (Winter- rapporten)

Bennedsen, Morten; Nielsen, Kasper

*Document Version*  
Indsendt manuskript

*Publication date:*  
2002

*License*  
CC BY-NC-ND

*Citation for published version (APA):*  
Bennedsen, M., & Nielsen, K. (2002). *Investorbeskyttelse og virksomhedsovertagelser i Danmark: Samfundsøkonomisk analyse af anbefalingerne i "Report of the High Level Group of Company Experts on Issues related to Takeover Bids" (Winter-rapporten)*. Økonomi- og Erhvervsministeriets enhed for erhvervsøkonomisk forskning og analyse (FORA). FORA Nr. 1

[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](mailto:research.lib@cbs.dk)) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 24. Jun. 2021



# **Investorbeskyttelse og virksomhedsovertagelser i Danmark**

Samfundsøkonomisk analyse af anbefalingerne i "Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids" (Winter-rapporten).

af

Morten Bennedsen og Kasper Nielsen

**FORA**

Oktober 2002

## Forord:

I januar 2001 offentliggjordes rapporten ”*Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*” også kaldet Winter-rapporten. Formålet med denne rapport er at harmonisere markedet for virksomhedsovertagelser i EU og rapporten kommer med en række konkrete anbefalinger til, hvordan aktiviteten på markedet for virksomhedsovertagelser kan øges. Økonomi- og Erhvervsministeriet har på denne baggrund ønsket en samfundsøkonomisk analyse af markedet for virksomhedsovertagelser og beskyttelsen af investorer i Danmark, samt en specifik analyse af hvilke implikationer Winter-rapportens anbefalinger vil have i Danmark.

Under udarbejdelsen af denne analyse har vi fået uvurderlig assistance af cand. merc. jur-studerende Peter Eugen Jersing Andresen og Niklas Borup Theter. Vi vil også gerne takke Erhvervs- og Selskabstyrelsen for at stille materiale til rådighed. Endelig har vi udarbejdet et summary med rapportens hovedkonklusioner, som kan downloades fra vores hjemmeside: [www.cebr.dk](http://www.cebr.dk).

MB og KN.

<b>Indholdsfortegnelse</b>	<b>Side</b>
<b>Resume</b> _____	<b>4</b>
<b>Del 1: Proportionalitets- og aktionærprincippet betydning for beskyttelse af investorer i Danmark.</b> _____	<b>6</b>
1.0 Definition af Winter-rapportens to grundlæggende principper. _____	6
1.1 Proportionalitets- og aktionærprincippet gennemførelse i Danmark. _____	7
1.1.1 Proportionalitetsprincippet gennemførelse i Danmark. _____	7
1.1.2 Aktionærprincippet gennemførelse i Danmark. _____	19
1.2 Vurdering af hvor veldefinerede proportionalitets- og aktionærprincippet er for selskabsretslige initiativer. _____	21
1.3 Vurdering af sammenhængen mellem proportionalitets- og aktionærprincippet og øget beskyttelse af aktionærer og andre investorer i virksomheder. _____	23
1.4 Vurdering af de samfundsøkonomiske fordele ved øget beskyttelse af investorer i danske virksomheder. _____	28
1.4.1 Samfundsøkonomiske fordele og ulemper ved at øge beskyttelse af investorer i danske virksomheder. _____	28
1.4.2 Effekten af øget investorbeskyttelse på omsætningen på kapitalmarkedet i Danmark. _____	28
1.4.3 Effekten af øget investorbeskyttelse på ledelsen af selskaber i Danmark. _____	32
1.4.4 Effekten af øget investorbeskyttelse på den bredere erhvervsudvikling i Danmark. _____	33
<b>Del 2: Effekten af Winter-rapportens anbefalinger på markedet for virksomhedsovertagelser i Danmark.</b> _____	<b>35</b>
2.1 De samfundsøkonomiske konsekvenser af et friere marked for overtagelser i Danmark. _____	35
2.2 De samfundsøkonomiske konsekvenser af tre specifikke forslag i Winter rapporten. _____	42
2.2.1 Øget offentliggørelse af ejerskabs- og kontrol fordeling i danske selskaber. _____	43
2.2.2 Break-Through regel på 75 %. _____	46
2.2.3 Forholdsmæssig beslutningsprocedure udenom bestyrelsen i virksomheder der er udsat for overtagelsestilbud. _____	57
<b>Litteraturliste</b> _____	<b>61</b>
<b>Appendiks 1</b> _____	<b>66</b>
<b>Appendiks 2</b> _____	<b>67</b>

## Resumé:

### DEL 1: Proportionalitets- og aktionærprincippet betydning for beskyttelsen af investorer i Danmark:

Winter-rapporten identificerer to grundlæggende principper. 1) Proportionalitetsprincippet: Der skal være proportionalitet mellem den ultimative økonomiske risiko, som investorer påtager sig, og den kontrol disse opnår i virksomheden. 2) Aktionærprincippet: I tilfælde af et overtagelsesforsøg skal den ultimative beslutningsret ligge hos aktionærerne.

I afsnit 1.1 analyseres hvor synlige disse to principper er i praksis i Danmark. Det vurderes at proportionalitetsprincippet ikke er implementeret. Det påvises at minimum halvdelen af de børsnoterede danske virksomheder har organiseret sig med flere aktieklasser og/eller begrænsninger på ejerskab eller stemmeafgivelsen.

Graden af hvor meget anvendelsen af aktieklasser bryder med proportionalitetsprincippet, afhænger af, hvor stor en del af aktiemassen de kontrollerende aktionærer besidder. Vi påviser, at for virksomheder med flere aktieklasser bliver brugen af forskellige aktieklasser en mekanisme til at implementere en koncentreret kontrolstruktur uden at have en tilsvarende koncentreret cash flow fordeling.

I Danmark har aktionærerne den endelige beslutningskompetence i forbindelse med et overtagelsesforsøg, hvorfor aktionærprincippet som udgangspunkt er implementeret. Ligeledes implicerer den koncentrerede kontrolstruktur, at kontrollerende aktionærer vil have reel indflydelse i en given overtagelsessituation. Det påpeges dog at der kan være grupper af ikke-kontrollerende aktionærer med betydelige andele af aktiemassen, der reelt holdes udenfor beslutningsprocessen i forbindelse med virksomhedsovertagelser.

I afsnit 1.2 til 1.4 analyseres sammenhængen mellem de to principper og beskyttelsen af investorer i Danmark. En fuldstændig indførelse af proportionalitetsprincippet vil føre til betydelige organisationsændringer i mange danske børsnoterede virksomheder.

En konsekvent gennemførelse af aktionær- og proportionalitetsprincippet vil markant øge beskyttelsen af ikke-kontrollerende aktionærgrupper i Danmark. Ligeledes formodes det at mindske de nuværende kontrollerende aktionærers kontrol med virksomhederne og i yderste fald ændre på hvilke aktionærgrupper, der er kontrollerende, og hvilke der er ikke-kontrollerende. Derudover er det et åbent spørgsmål, om f.eks. medarbejderrepræsentation er konsistent med proportionalitetsprincippet.

Det vurderes at en reel gennemførelse af de to principper vil øge niveauet for investorbekyttelse i Danmark, selvom denne størrelse er vanskeligt at definere. Det vurderes at beskyttelsen af investorer i Danmark er ringere end i lande som vi normalt sammenligner os med. Ved en øgning af dette niveau vil der opnås en række positive effekter især på aktiviteten på kapitalmarkedet.

## **DEL 2: Effekten af Winter-rapportens anbefalinger på markedet for virksomhedsovertagelser i Danmark.**

I afsnit 2.1 vurderes det, at der vil være en række positive effekter af en øget aktivitet på markedet for virksomhedsovertagelser, f.eks. vil det være med til at fokusere ledelsen i danske børsnoterede virksomheder, det kan gøre det nemmere at udnytte skalafordele og synergieffekter, det kan gøre det nemmere at reorganisere virksomheder og det vil kunne øge omsætningen på det danske kapitalmarked.

Heroverfor står så en række potentielle omkostninger, f.eks. i form af virksomhedsovertagelser, der ikke formår at skabe værdi og at det kan føre til en større markedskoncentration med uheldige velfærdsmæssige konsekvenser.

I afsnit 2.2 analyseres effekterne af øget offentliggørelse på fordelingen af ejerskab og kontrol i danske selskaber. Det vurderes, at et krav om øget information formodentligt ikke vil medføre nogen væsentlig stramning af de danske regler, men kan føre til en opstramning af implementeringen af disse, således at den faktisk givne information øges. Dette vil have positive effekter for aktiviteten på kapitalmarkedet generel og på aktiviteten indenfor fusioner og venligtsindede overtagelser, mens effekten på antallet af fjendtlige overtagelser er vanskeligt at vurdere.

Afsnit 2.3 analyserer effekten af at indføre en Break-Through regel på 75 procent. Vi vurderer at denne regel vil have en betydelig effekt på kontrolfordelingen i op mod 40 børsnoterede danske virksomheder. Vi identificerer to scenarier, et hvor ændringen vil føre til større fokus på værdiskabelse i virksomheder, og dermed positive effekter for omsætningen på det danske kapitalmarked. Et andet scenarie er, at de nuværende kontrollerende aktionærer vil bevare den fuldstændige kontrol gennem at reorganisere sig i selskabet, hvilket vil begrænse de erhvers- og samfundsøkonomiske effekter af Break-Through reglen.

Endeligt analyser afsnit 2.4 effekterne af at introducere en forholdsmæssig beslutningsprocedure udenom bestyrelsen i virksomheder, der er udsat for overtagelsestilbud. De samfundsøkonomiske effekter afhænger således af, hvor radikalt en implementeret version af dette forslag bliver og hvilke reaktioner, der kommer i de berørte virksomheder. Det vurderes dog at en eventuel implementering af dette forslag, der på en måde reelt ophæver aktieklasserinddelingen og bestyrelsens nuværende indflydelse ved et fjendtligt overtagelsesforsøg markant vil øge incitamenterne til at opkøbe virksomheder og dermed have en positiv indflydelse på aktiviteten på markedet for virksomhedsovertagelser. Samtidigt vil et sådant forslag styrke de institutionelle investorers position i de børsnoterede virksomheder.

# **Del 1: Proportionalitets- og aktionærprincippets betydning for beskyttelse af investorer i Danmark.**

## **1.0 Definition af Winter-rapportens to grundlæggende principper.**

Rapporten identificerer to grundlæggende principper, der bør være styrende for ethvert selskabsretsligt initiativ, der har til formål at skabe lige vilkår for overtagelsesforsøg i den Europæiske Unions medlemslande. Disse to principper er:

**1) Proportionalitetsprincippet:** Der skal være proportionalitet mellem den ultimative økonomiske risiko, som investorer påtager sig og den kontrol de opnår i virksomheden. Dette fortolkes som at kun aktieklasser med ubegrænsede rettigheder til at opnå andele af virksomhedens profit skal have kontrolrettigheder i virksomheden og disse kontrolrettigheder skal være proportionale med den ultimative risiko, som aktierne indebærer. Rapporten argumenterer for, at ejerne af disse aktieklasser er bedst udrustet til at have den egentlige kontrol med virksomheden, da de internaliserer de ultimative konsekvenser af beslutninger omkring virksomhedens drift og eventuelle overtagelse. Med andre ord bør vigtige beslutninger vedrørende virksomhedens fremtid træffes af aktionærene, idet de bærer den økonomiske risiko herved.

Der argumenteres for at ejere af risiko-bærende kapital skal være i stand til at implementere deres kontrol, dvs. at kapital- og kontrolstrukturer i virksomheder, der giver disproporcionale kontrolrettigheder til visse grupper af aktionærer, ikke må bruges til at forhindre ellers succesfulde virksomhedsovertagelser.

**2) Aktionærprincippet:** I tilfælde af et overtagelsesforsøg skal den ultimative beslutningsret ligge hos aktionærene. Disse skal altid have mulighed for at bestemme, om aktierne skal sælges og hvilken pris salget skal ske til. Det er således ikke ledelsens eller bestyrelsens opgave at bestemme på vegne af aktionærene om et overtagelsestilbud skal accepteres eller afvises. Ledelsen og bestyrelsen skal således ikke være i stand til at forhindre eller vanskeliggøre et givent overtagelsesforsøg uden aktionærernes eksplicite støtte, ligesom det heller ikke er op til ledelsen eller bestyrelsen at favorisere et givent overtagelsesforsøg.

Ifølge rapporten er det ledelsens og bestyrelsens opgave i tilfælde af et overtagelsesforsøg at formidle viden og rådgivning til gruppen af aktionærer. Bestyrelsen skal vurdere fordele og ulemper ved et givent tilbud og evt. aktivt gå ud og søge alternative tilbud, men den endelige beslutningsret skal reelt ligge hos hele gruppen af aktionærer.

## **1.1 Proportionalitets- og aktionærprincippet gennemførelse i Danmark.**

### 1.1.1 Proportionalitetsprincippet gennemførelse i Danmark.

Proportionalitetsprincippet er gennemført, hvis aktionærernes stemmerettigheder er proportionalt med deres cash flow rettigheder, dvs. den andel af overskudet i virksomheden, som den enkelte aktionær har rettighed til.<sup>1</sup>

Overordnet set er der en række mulige barrierer, der begrænser implementeringen af dette princip. Antallet af mulige barrierer er meget stort, men følgende er særligt væsentlige i en dansk og europæisk kontekst i forbindelse med virksomhedsovertagelser:

- Aktieklasser med forskellige stemmerettigheder (A- og B- aktier).
- Fondsejerskab (ofte sammenfaldende med flere aktieklasser).
- Pyramide- og krydsejerskabsstrukturer, dvs. strukturer hvor henholdsvis virksomhedens ejere består af virksomheder i flere niveauer og hvor to virksomheder begge er ejere af modpartens aktier.
- Stemmelofter.
- Ejerskabslofter.
- Gyldne aktier, dvs. aktier med særlige beslutningskompetencer der ofte er ejet af regeringer.

I en vurdering af i hvor høj grad proportionalitetsprincippet er gennemført i Danmark, er der to elementer, der er værd at analysere: For det første, hvilke barrierer er tilladte i henhold til dansk selskabslovgivning og for det andet i hvor høj grad danske virksomheder benytter sig af sådanne barrierer.

---

<sup>1</sup> Vi anvender termerne cash flow og risiko-bærende kapital som synonyme for virksomhedernes nominelle aktiekapital. Ligeledes er begreberne kontrolrettigheder og stemmerettigheder ækvivalente.



**Tabel 1, Mekanismer der kan bryde med proportionalitetsprincippet**

<b>Juridiske Forhold</b>	<b>Danmark</b> Regler for børsnoterede selskaber
<b>En aktie en stemme-princippet er obligatorisk</b>	<b>Nej, følgende er tilladt:</b> Forskellige aktieklasser Begrænsede stemmerettigheder Aktiebesiddelsesbegrænsning
<b>Pyramide- og Krydsejerskabsstrukturer</b>	Tilladt
<b>Ejerskabsloft</b>	Tilladt
<b>Stemmeloft</b>	Tilladt
Begrænsninger i fuldmagtsoverdragelser	Tilladt
Aktionæroverenskomster	Tilladt

Kilde: Van der Kam (2001) og egne beregninger.

Tabel 1 giver en kort vurdering af de mekanismer, der kan bryde med proportionalitetsprincippet og som er tilladte ifølge den danske selskabslovgivning. Det fremgår, at den danske selskabslovgivning overordnet set ikke har implementeret proportionalitetsprincippet. Det er tilladt at have aktieklasser med forskellige stemmerettigheder, ligesom det er tilladt, at selskaber ejer andre selskaber i pyramide- eller krydsejerskabsstrukturer; det er tilladt at indføre begrænsninger på, hvor meget enkelte aktionærer kan eje af en virksomhed; det er tilladt at indføre loft over hvor mange stemmer en enkelt aktionær kan have; og det er ligeledes tilladt at uddelegere bestemte kontrolrettigheder til enkelte aktier i form af såkaldte gyldne aktier.

Dansk selskabslovgivning er således i høj grad præget af kontraktfrihed, dvs. at der er meget vide lovmæssige rammer for, hvordan den enkelte virksomhed kan indrette sig i forhold til de to principper. Konsistent med dette er der således meget lidt i dansk selskabslovgivning, der styrker implementeringen af proportionalitetsprincippet.

Selvom dansk selskabslovgivning i høj grad tillader kontraktfrihed og således giver meget få incitamenter til overholdelse af proportionalitetsprincippet, er der intet i vejen for at virksomhederne frivilligt overholder dette princip.

I tabel 2 præsenterer vi en analyse af hvilke virksomheder, der har indført organisationsformer, der strider imod proportionalitetsprincippet. Det fremgår af tabellen, at ud af de 210 børsnoterede

virksomheder i Danmark har 70 virksomheder flere aktieklasser. I 66 af disse virksomheder har A-aktierne 10 gange så mange stemmer som B-aktierne. Mens i 3 af virksomhederne, heriblandt de A.P. Møller ejede selskaber A/S Dampskibsselskabet af 1912 og A/S Dampskibsselskabet Svendborg, har B-aktierne ingen stemmerettigheder overhovedet. Tabel 2 viser ligeledes at disse virksomheder antalmæssigt udgør en tredjedel af alle børsnoterede virksomheder i Danmark. Der er tale om såvel store som små børsnoterede virksomheder, men det fremgår ligeledes af tabellen, at der er en endnu større andel af de 50 største virksomheder, der har valgt at organisere sig med flere aktieklasser.

**Tabel 2, Virksomheder noteret på den Københavns Fondsbørs, der benytter barrierer til proportionalitetsprincippet.**

		Antal	i %	# top 25	# top 50	# top 100
<b>Total antal børsnoterede virksomheder</b>		<b>210</b>				
<b>Har aktieklasser</b>		<b>70</b>	<b>33,3</b>	<b>10</b>	<b>21</b>	<b>30</b>
Heraf:						
	A-aktier = 1 stemme og B-aktier = 1 stemme	1	0,5			
	A-aktier = 10 stemmer og B-aktier = 1 stemme	66	31,4			
	B-aktier er stemmeløse	3	1,4			
<b>Har stemmebegrænsninger</b>		<b>40</b>	<b>19</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>17</b>
Heraf:						
	Stemmeloft	28	13			
	Stemmeloft ved fuldmagt	12	5,7			
	Tidsfrist for stemmeberrettigelse	13	6,2			
	Interval	14	6,7			
	Stemmeløse	3	1,4			
<b>Har omsætningsbegrænsninger</b>		<b>19</b>	<b>9</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>8</b>
Heraf:						
	Indskrænkninger i A-aktiers omsættelighed	12	5,7			
	A-aktier er ikke omsættelige	7	3,3			
	A-aktier kan ikke belånes	1	0,5			
	Indskrænkninger i B-aktiers omsættelighed	1	0,5			
	B-aktier er ikke omsættelige	1	0,5			
<b>Har enten aktieklasser, stemmebegrænsninger eller omsætningsbegrænsninger</b>		<b>103</b>	<b>49</b>			
<b>Er fondsejet</b>						
	Er ejet af en fond, hvor denne har den største stemmeandel	27	12,9			
<b>Er ejet af et holdingselskab</b>						
	Er ejet af et holdingselskab, hvor dette har den største stemmeandel	52	24,8			
<b>Er ejet af et andet selskab</b>						
	Er ejet af et andet selskab, hvor dette har den største stemmeandel	26	12,4			

Kilde: Egne beregninger foretaget på baggrund af Greens. Top 25, 50 og 100 er udarbejdet på baggrund af børsværdien primo 2002.

Tabellen viser også, at en række danske virksomheder også har indført stemmebegrænsninger i deres vedtægter. Der er således 40 virksomheder, der har en eller anden form for stemmebegrænsning. Den typiske form for stemmeretsbegrænsninger er et eksplicit loft over, hvor mange stemmer den enkelte aktionær kan erhverve. Der er 28 virksomheder, der har indført et stemmeloft. De mest benyttede stemmebegrænsningsmekanismer herudover er begrænsninger i stemmeafgivelse pr. fuldmagt og eksplicite krav om, hvor lang tid man skal have haft sine aktier, før man kan stemme på generalforsamlingen.

Den tredje type af barrierer mod proportionalitetsprincippet, der praktiseres af danske virksomheder er begrænsninger i den frie handel med aktier. Det ses fra tabel 2, at 19 af virksomhederne har indført en eller anden form for omsætningsbegrænsninger i virksomheden. De fleste af disse virksomheder har også flere aktieklasser og omsætningsbegrænsningen er typisk udformet som restriktioner på omsætteligheden af de stemmetunge A-aktier og i givet fald hvem det er tilladt at sælge dem til.

I vores opgørelse er der således 103 virksomheder eller 49 % af alle børsnoterede virksomheder, der har indført mindst en af de tre nævnte barrierer mod proportionalitetsprincippet. Det er interessant, at disse barrierer alle virker som værn mod overtagelse af virksomhederne. Derudover er der en forskel i valget af barriere: Hvor flere aktieklasser er en effektiv mekanisme til at koncentrere kontrollen i virksomheden, så har stemmeloffer den egenskab, at de koncentrerer kontrollen i virksomheden hos den siddende ledelse, der bliver beskyttet mod, at store aktionærer vil have medindflydelse i virksomheden.

De fleste virksomheder med omsætningsbegrænsninger har også flere aktieklasser, så det er værd at bemærke, at der er mange virksomheder, der vælger at koncentrere kontrollen i virksomheden enten ved at have flere aktieklasser eller ved at indføre begrænsninger på hvor meget indflydelse en enkelt aktionær kan have gennem stemmebegrænsninger.

Tabel 2 viser opsummerende, at hver anden dansk børsnoteret virksomhed eksplicit bryder med proportionalitetsprincippet. Det er endog værd at understreget, at tallet 103 må betragtes som en nedre grænse for antallet af virksomheder, der ikke har implementeret proportionalitetsprincippet i Danmark, da der kan være andre restriktioner, som vi ikke har haft mulighed for at observere f.eks.

stemmeaftaler eller andre eksplicitte eller implicitte kontrakter mellem ejere og ledelse i virksomhederne.

I en nylig ph.d.-afhandling har Caspar Rose (Rose, 2002) ligeledes analyseret forekomsten af mekanismer til beskyttelse af virksomhedsovertagelser i Danmark. Rose frasorterer en række virksomheder (bl.a. banker og andre finansielle virksomheder) og ender med under halvdelen af de 210 børsnoterede virksomheder. Resultatet er sammenfattet i tabel 3:

**Tabel 3, Mekanismer til beskyttelse mod virksomhedsovertagelser i Danmark**

Kategori	Antal	%
Selskaber med aktieklasser	52	51.0
Selskaber hvor en fond ejer dele af stemmerettighederne	29	28.4
Selskaber hvor en fond ejer over 50% af stemmerettighederne	22	21.6
Stemmebegrænsninger	5	4.9
Ejerskabsbegrænsning	3	2.9
Aktionæroverenskomster	6	5.9
Salg af A-aktier kræver godkendelse af bestyrelsen	13	12.7
Forkøbsret på A-aktier	10	9.8
Midlertidig suspendering af stemmerettigheder	10	9.8
Afvigelse fra den lovbestemte stemme majoritet (3/4)	3	2.9
A-aktionærs stemmerettigheder	20	19.6

Kilde: Rose (2002)

Anm.: Skemaet bygger på en undersøgelse af 102 danske børsnoterede selskaber i 1998, idet banker, forsikringselskaber, shippingselskaber, computerselskaber, IT-selskaber og investeringsforeninger ikke er medtaget.

Ved at sammenligne tabel 2 og 3 fremgår det, at der er en tydelig selektionsbias i Roses datasæt, idet han har fravalgt virksomheder, der har en relativ høj tendens til at organisere sig i overensstemmelse med proportionalitetsprincippet. Bortset fra dette er Roses resultater i overensstemmelse med resultaterne præsenteret i tabel 2, foruden de forskelle som forekommer som resultat af detaljeringsgraden.

Winter-rapporten diskuterer kort betydningen af pyramide- og krydsejerskabsstrukturer som en væsentlig mekanisme til at skabe disproportionalitet mellem kontrol rettigheder og indkomstrettigheder.

Det er velkendt fra andre studier i andre europæiske lande, at pyramidestrukturer og krydsejerskab er en meget typisk organisationsform i lande som Tyskland, Frankrig og Italien (se Barca & Becht 1999 for det mest grundige studie af ejerskabsformer i Europa), mens det ikke spiller nogen væsentlig rolle i USA og Storbritannien. I studier af pyramidestrukturer oprulles ejerskabsstrukturer indtil fordelingen af ultimative ejere fremkommer. Ultimative ejere er ejere, der ikke umiddelbart selv har andre ejere, dvs. personer, fonde, pensionselskaber og offentlige ejere.

Der er desværre et fravær af kvalificerede studier af pyramide strukturer i børsnoterede danske virksomheder.<sup>2</sup> De grundigste analyser findes på unoterede virksomheder (Bennedsen *et al.* 2002 og Bennedsen og Nielsen 2001). Disse studier påviser, at pyramide strukturer er en væsentligt organisationsform i danske unoterede virksomheder.

Vi kan få en indikation af betydningen af pyramidestrukturer og krydsejerskab i danske børsnoterede selskaber ved at kigge på hvor mange af de 210 børsnoterede selskaber, der opgiver at have en anden ikke-ultimativ ejer blandt ejerkredsen. Dette er præsenteret i nederste del af tabel 2 ovenfor. Vi definerer i denne forbindelse udenlandske virksomheder som ultimative ejere, da vi formoder at tilstedeværelsen af udenlandske ejere ikke sker for at påvirke proportionalitetsforholdet mellem kontrol- og indkomstrettigheder.

Det fremgår, at 58 virksomheder oplyser at have en anden virksomhed (ikke holding-selskaber) som ejer, at 86 virksomheder har et holdingselskab som ejer og at 41 danske virksomheder har en fond blandt ejerne i første eller andet led.<sup>3</sup> Vores information er begrænset af den ejerskabsinformation, som virksomhederne selv opgiver og det er muligt, at der er flere virksomheder blandt ejerne, end vi umiddelbart kan dokumentere. Hvis vi kun kigger på virksomheder, der har et andet selskab, som største ejer får vi, at der er 26 virksomheder, der har en anden virksomhed som største ejere, 52 virksomheder der har et holdingselskab som største ejer og 27 virksomheder, der har en fond som største ejer.

---

<sup>2</sup> Emnet er f.eks. stort set fraværende i de store empiriske analyser fra Erhvervsministeriet *et al.* (1999) og DØR (1999).

<sup>3</sup> Ejere i første led er de direkte ejere i virksomheden, ejere i andet led er ejere der er ejere gennem et holdingselskab eller et andet selskab.

Selvom materialet er usikkert, er der alligevel en tendens til at pyramidestrukturer og krydsejerskab har en mindre betydning i organiseringen af danske børsnoterede virksomheder end i andre europæiske lande. Brugen af holdingselskaber er relativt udbredt, men der kan være mange andre årsager til denne organisationsform end at koncentrere kontrollen i virksomheden. Ofte er disse konstruktioner motiveret af skattemæssige årsager.

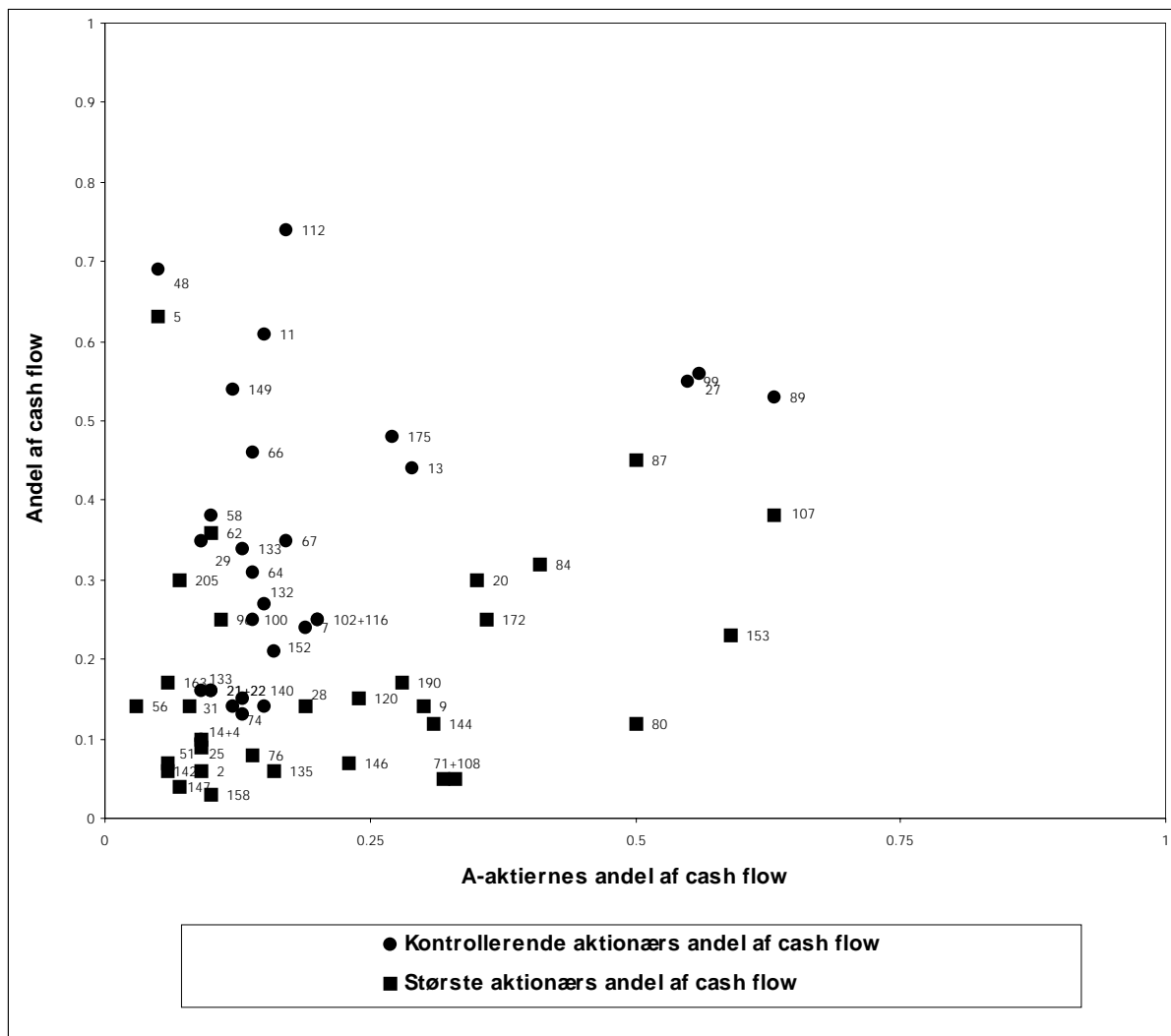
Den relativt markante brug af flere aktieklasser i danske virksomheder er typisk for skandinaviske virksomheder men generelt ikke et dominerende træk ved andre europæiske landes virksomheder. Brugen af aktieklasser er således en måde at understøtte fondsejerskab, der er en typisk ejerskabsform i de skandinaviske lande, men som er mindre udbredt i resten af Europa.

Thomsen (1996), Erhvervsministeriet *et al.* (1999), DØR (1999) og Thomsen og Rose (2002), analyserer fondsejerskabet i Danmark og dokumenterer ikke overraskende, at en række af de allerstørste virksomheder er fondsejede. 19 af de 100 største virksomheder i 1991 havde således en fond som dominerende ejer. At der er tale om store gamle danske virksomheder fremgår af denne liste over de 15 største fondsejede virksomheder:

1. A.P. Møller Gruppen - APM og CMMs Fond.
2. J.Lauritzen – JL Fondet.
3. Carlsberg – Carlsbergfondet.
4. Skandinavisk Holding – Augustinus Fonden.
5. Grundfos – Poul Due Jensens Fond
6. Danfoss – Bitten & Mads Clausens Fond.
7. Novo Nordisk – Novo Nordisk Fonden.
8. Gutenberghus – Egmont H. Petersens Fond.
9. Rasmussen & Shiøtz – N.T. Rasmussens Fond
- 10 .Højgaard Holdning – Knud Højgaards Fond
11. Løvens Kemiske Fabrik – Leo Fondet
12. Dalhof Larsen og Horneman – DIH Fonden
- 13.J .C Hempel – J.C. Hempels Fond
- 14.J. F. Lemvigh Müller – J.F. Lemvigh-Müllers Fond
- 15.Carl Allers Etablissement – Allerfonden.

Kilde: Thomsen (1996)

**Figur 1, Den største aktionærs andel af cash flow i virksomheder med flere aktieklasser.**



Kilde: Egne beregninger baseret på Greens.

Anm.: I figuren er kun virksomheder med flere aktieklasser og hvor stemmeforholdet mellem A- og B-aktier er 10 til 1 medtaget, hvorfor ikke alle virksomheder med flere aktieklasser optræder, f.eks. er D/S 1912 og D/S Svendborg udeladt. Vi deler virksomhederne op i to grupper; dem med en kontrollerende aktionær, hvor den største ejer har mere end 50 procent af stemmerne og dem hvor den største aktionær har under 50 procent af stemmerne. Vi markerer de to grupper i diagrammet med henholdsvis en prik og en firkant. Hver virksomhed optræder således kun én gang i figuren.

Det faktum at en virksomhed har flere aktieklasser, betyder teoretisk set ikke, at proportionalitetsprincippet nødvendigvis brydes. Det afgørende er, i hvilken grad den samme investor gruppe erhverver sig både A- og B-aktier, eller om dem der kontrollerer virksomheden har



en tendens til at besidde en forholdsvis lavere del af virksomhedens cash flow.<sup>4</sup> Dette skyldes at man i virksomheder med forskellige aktieklasser kan kontrollere virksomheden med en langt mindre andel af cash flow end hvis virksomheden kun havde en aktieklasse.

Vi har estimeret forholdet mellem ejerskabet af den nominelle aktiekapital (cash flow) og kontrol for de virksomheder, der har flere aktieklasser. Vi præsenterer resultaterne af denne analyse i figur 1 og 2, som også vil være særdeles anvendelige, når vi analyserer samfundsøkonomiske effekter af en *break-through* regel nedenfor. Som beskrevet ovenfor har de fleste virksomheder med flere aktieklasser valgt, at A-aktierne har 10 gange så mange stemmer som B-aktierne. Fra Greens har vi fået oplyst, hvad kapitalforholdet mellem A og B-aktier er i hver af disse virksomheder.<sup>5</sup> Dette er plottet ind på x-aksen i figurene.

I appendiks til denne udredning er der en liste over alle 210 børsnoterede virksomheder i Danmark. Af praktiske årsager har vi givet hvert virksomhed et nummer, hvilket fremgår af listen. Som eksempel kan vi tage virksomhed nr. 80, Gyldendal, og nr. 120, National Industri. Nr. 80, Gyldendal, har lige mange udestående A- og B-aktier og er derfor plottet ud for tallet 0,5 på x-aksen. Nr. 120, National Industri, har derimod tre gange så mange udestående B-aktier som udestående A-aktier og er derfor plottet ud for tallet 0,25.

I figur 1 har vi opgjort hvor stor en andel af den nominelle aktiekapital (andelen af *cash flow*), som den største ejer, målt ved antallet af stemmer, i virksomheden besidder. Hvis den største ejer besidder mere end halvdelen af stemmerne, så definerer vi vedkommende som kontrollerende ejer og virksomheden får en prik i figur 1. Hvis den største ejer besidder mindre end halvdelen af stemmerne, kalder vi vedkommende for største ejer og virksomheden får en firkant i figur 1.

Hvis proportionalitetsprincippet var overholdt ville en kontrollerende ejer besidde mindst 50 pct. af den nominelle aktiekapital. Det fremgår af figuren, at dette er tilfældet for relativt få af

---

<sup>4</sup> Vi anvender i rapporten termen *cash flow* som synonym for virksomhedens samlede nominelle aktiekapital.

<sup>5</sup> Figurerne 1, 2 og 5-8 i denne analyse er alle baseret på data hentet fra Greens. Disse data er de bedste, der eksisterer, men det er klart, at de ikke giver et fuldstændigt billede af ejerskabs- og kontrolstrukturen i danske børsnoterede virksomheder. Konklusionerne i denne analyse skal derfor tages med forbehold for kvaliteten af de data vi har haft til rådighed. Blandt andet antager vi, at når virksomhederne ikke har oplyst stemmeforholdet mellem A- og B-aktier, så er der tale om forholdet 10 til 1, som er det typiske i danske virksomheder.

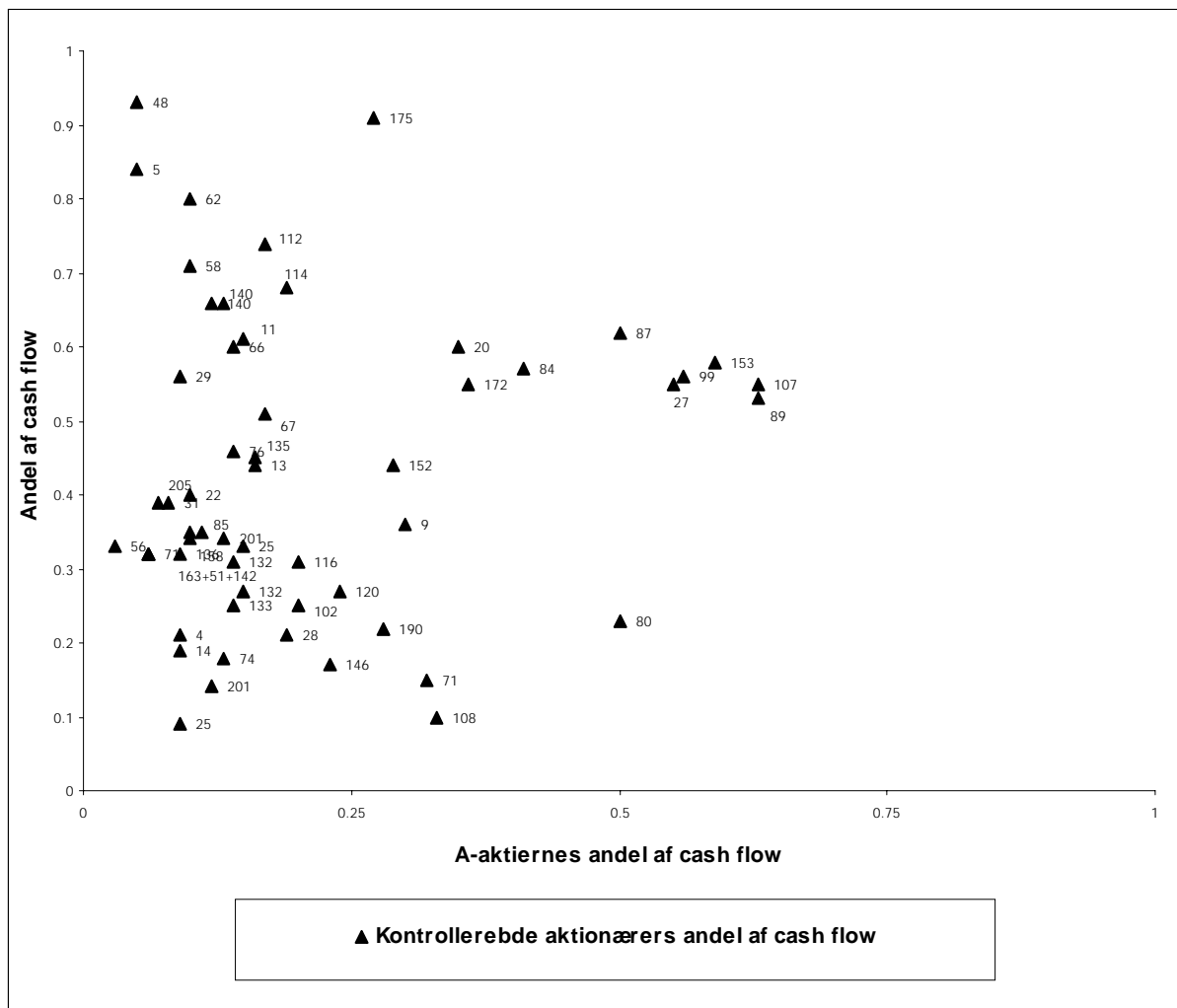
virksomhederne med en kontrollerende ejer og næsten ingen af de virksomheder, hvor den største stemmebesidder ikke er fuldstændigt kontrollerende.

Som eksempler på hvordan figuren læses kan vi tage virksomhed nr. 146, Randers Rebslåeri, og nr. 112, Luxor. Randers Rebslåeri oplyser, at den største ejer har 25 % af stemmerne, men kun besidder 7 % af cash flow, dvs. der er en klar disproportionalitet mellem kontrol- og indkomstrettigheder i virksomheden. I Luxor sidder den største aktionær med 90 % af stemmerne og 74 % af den nominelle aktiekapital, dvs. at der er en stor aktionær, der sidder på den absolutte kontrol i virksomheden og også har det meste af cash flowet i virksomheden.

Figur 1 viser således, at for virksomheder med flere aktieklasser og en kontrollerende aktionær bliver brugen af forskellige aktieklasser en mekanisme til at implementere en koncentreret kontrolstruktur uden at have en tilsvarende koncentreret fordeling af cash flow, dvs. en disproportionalitet mellem kontrol og risiko i Winter-rapportens sprogbrug.

Det er ikke entydigt, hvordan kontrolstrukturen er fordelt mellem A-aktionærer i danske virksomheder. I mange virksomheder er A-aktierne fordelt mellem virksomhedens oprindelige ejere, mens B-aktierne bruges til at rejse ny kapital med uden at påvirke kontrolstrukturen i virksomhederne (se Erhvervsministeriet *et. al* 1999 og DØR 1999 for en empirisk baseret analyse af denne problemstilling). De gamle ejere er ofte bundet sammen enten ved familierelationer, fondstilknytning, eksplicitte eller implicitte kontrakter, eller traditioner for en bestemt måde at afgøre virksomhedsdispositioner i enighed.

**Figur 2, De kontrollerende aktionærers andel af cash flow i virksomheder med flere aktieklasser.**



Kilde: Egne beregninger baseret på Greens.

Anm.: I figuren er kun virksomheder med flere aktieklasser og hvor stemmeforholdet mellem A- og B-aktier er 10 til 1 medtaget, hvorfor ikke alle virksomheder med flere aktieklasser optræder, f.eks. er D/S 1912 og D/S Svendborg. For hver virksomhed summerer andelen af cash flow for de aktionærer, som har mere end 5 procent af stemmerne. Vi kalder denne gruppe af aktionærer for de kontrollerende aktionærer.

Det er derfor relevant ikke bare at kigge på den største aktionærs andel af cash-flow'et i virksomheden. I mange virksomheder vil det ud fra et kontrol synspunkt være relevant at betragte alle A-aktionærer som en bestemmende gruppe. Det relevante i forhold til proportionalitetsprincippet er derfor, hvor stor en andel af cash flow'et som denne gruppe besidder. Det er ikke muligt at lave en skarp sondring mellem A- og B-aktionærer på baggrund af Greens

data. For alligevel at få et billede af hvor meget de kontrollerende ejere tilsammen ejer har vi defineret gruppen af kontrollerende aktionærer som alle aktionærer, der besidder mere end 5 pct. af stemmerne. Dette valg af skæringspunkt medfører formodentlig, at vi overvurderer, hvor meget cash flow A-aktionærene besidder, da vi ikke kan ungå at medtage enkelte store B-aktionærer. Resultatet er afbilledet i figur 2, hvor vi nu har medtaget samtlige 68 virksomheder med flere aktieklasser med undtagelse de to A.P. Møller selskaber på grund af manglende information om fordelingen af aktiemassen.

Figur 2 viser, at i de fleste virksomheder med A- og B-aktier er der en disproportional fordeling mellem kontrol og indkomstrettigheder. Da vi har summet over alle aktionærer med over 5 % af stemmerne ville proportionalitet betyde, at alle virksomhederne burde befinde sig med en andel af cash flow mellem 0,5 og 1 (hvis de store ejere skulle have kontrol med virksomheden), hvilket ikke er tilfældet. Det er dog væsentligt at understrege, at i mange af virksomhederne besidder den kontrollerende aktionærgruppe en betydelig del af cash flow.

Opsummerende kan det konkluderes, at dansk selskabslovgivning udpræget er baseret på kontraktfrihed og derfor ikke har fokuseret på at implementere proportionalitetsprincippet. Mindst halvdelen af de børsnoterede virksomheder har derudover organiseret sig på en måde, der eksplicit tilsidesætter proportionalitetsprincippet. En effektiv indførelse af proportionalitetsprincippet vil således påvirke organiseringen af mange børsnoterede virksomheder.

#### 1.1.2 Aktionærprincippets gennemførelse i Danmark:

I dansk selskabslovgivning er aktionærprincippet eksplicit understreget. Vi har i tabel 4 opsummeret de rettigheder aktionærer har i børsnoterede virksomheder. Det fremgår af denne tabel, at aktionærene har en hel række eksplicite rettigheder i forbindelse med større beslutninger vedrørende virksomhedens drift, ligesom det også er muligt at tage initiativer på egen hånd, hvis man er en større ejer.

Aktionærprincippet er således i anvendelse vedrørende større ændringer i kapitalstrukturen, ændringer i vedtægter, valg af bestyrelse, godkendelse af regnskab, fastsættelse af udbytte, som det også tidligere er blevet dokumenteret i Erhvervsministeriet *et al.* (1999) og DØR (1999).

Det er således vigtigt at understrege, at i forbindelse med overtagelsesforsøg har aktionærerne den ultimative beslutningskompetence, da de i sidste instans kan vælge om de vil sælge deres aktier i forbindelse med et stående tilbud.

Om aktionærprincippet følges i praksis i den enkelte virksomhed i tilfælde af overtagelsesforsøg er sværere at analysere, da det kræver detaljeret information om de forhandlingsprocesser, der foregår i forbindelse med et overtagelsestilbud. Det er naturligt at bestyrelser og ledelse generelt er meget aktive omkring overtagelsesforsøg og i høj grad prøver at påvirke beslutningsprocessen gennem deres handlinger. Det afgørende punkt er således, i hvor høj grad disse aktiviteter foregår i aktionærernes interesser eller ej.

**Tabel 4, Aktionærers rettigheder i danske børsnoterede selskaber**

	<b>Danmark</b> Børsnoterede selskaber
<b>Selskabsvedtægter</b>	
Retten til at ændre vedtægterne	Generalforsamlingen
Den påkrævede majoritet for en vedtægtsændring	2/3 af de afgivne stemmer og den nominel kapital
<b>Mekansimer til beskyttelse af minoritetsaktionærer</b>	<b>Nej</b>
% af aktiekapitalen for at iværksætte en minoritetsgranskning	25%
<b>Beskyttelse i forbindelse med ejerskifte</b>	<b>Rimelig</b>
Pligt til at informere om ejerskifte	5% ændring i aktiekapitalens ejerskab
Tilbudspligt	Ja
<b>Generalforsamlingen</b>	
Majoritet for at vedtage forslag	Simpelt flertal
Krav til beslutningsdygtigt antal	Nej
Ret til at indkalde til generalforsamling	Bestyrelsen
% af aktiekapitalen for at indkalde til ekstraordinær generalforsamling	10% af den udstedte aktiekapital
Indkaldelsesfrist for en generalforsamling	Minimum 8 dage
Ret til at tale og stille spørgsmål til generalforsamlingen	Ja
Ret til at få tilføjet punkter på dagsordenen på generalforsamlingen	Ja
Kumulative afstemninger	Nej
Ret til at stemme med fuldmagt pr. brev (eller via Internet opkobling)	Nej

<b>Ret til information</b>	<b>Lidt</b>
Ret til at udpege revisorer	Bestyrelsen
Ret til at anerkende årsregnskabet	Generalforsamlingen
Ret til at tilegne sig information	Generalforsamlingen
Regnskabs standarder	Svage/rimelige
<b>Andre rettigheder</b>	
Ret til at udpege/afskedige	Generalforsamlingen
Bestyrelsesmedlemmer	
Ret til at udpege/afskedige	
Medlemmer af direktionen	Bestyrelsen
Ret til at udstede ny aktiekapital	Generalforsamlingen
Forkøbsret til ny aktiekapital	Ja
Ret til at kræve udbytte	Nej
Køb af egne aktier	Lovligt (<10% af aktiekapitalen)
Begrænsninger i retten til at stemme med fuldmagt	Lovligt
Aktionæroverenskomster	Lovligt

Kilde: van der Karm (2002) og egne beregninger.

Det er i den forbindelse væsentligt at understrege, at det koncentrerede ejerskab i kontinental europæiske lande generelt og i Danmark specifikt betyder, at de kontrollerende aktionærer er stærkt involveret i ledelsen af virksomhederne. Derfor er aktionærprincippet formodentligt indført i højere grad i virksomheder med koncentreret ejerskab end i virksomheder med spredt ejerskab som kendt fra f.eks. USA og Storbritannien. Problemet er således ikke, om det er ledelsen, der tager beslutningerne vedrørende virksomhedsovertagelser udenom aktionærene. Der er oftere tale om, at ledelsen og gruppen af kontrollerende aktionærer tager beslutningerne uden om gruppen af ikke-kontrollerende aktionærer.

### **1.2 Vurdering af hvor veldefinerede proportionalitets- og aktionærprincippet er for selskabsretslige initiativer.**

Som nævnt indledningsvist er det en præmis for Winter-rapporten, at proportionalitets- og aktionærprincippet skal være styrende for ethvert selskabsretsligt initiativ rettet mod at harmonisere markedet for virksomhedsovertagelser i EU.

Rapporten nævner selv, at principperne er overordnede og vil kræve meget omfattende ændringer for at gennemføre fuldstændigt. Derfor vælger rapporten at foretage tre konkrete anbefalinger,

nemlig at foreslå større krav til informationsudlevering omkring ejerskabs- og kontrolfordelinger i virksomheder, at indføre en break-through regel og at reducere bestyrelsens rolle i forbindelse med virksomhedsovertagelser. Disse tre specifikke forslags konsekvenser i en dansk kontekst analyseres i Del 2 nedenfor. I dette afsnit vurderes hvor anvendelige de to principper er for selskabsretslige initiativer.

Det første spørgsmål vi analyserer, er hvor veldefinerede de to principper er i forbindelse med en overtagelsessituation, hvis det er ønskeligt at øge aktiviteten i markedet for virksomhedsovertagelser. I udredningens anden del analyserer vi formålet og konsekvenserne af at øge denne aktivitet.

Proportionalitetsprincippet er egentlig relativt veldefineret, men også meget omfattende. Som beskrevet i afsnit 1.1.1 er der en række mekanismer, der sætter dette princip ud af kraft. Selskabsretslige initiativer der blokerer disse mekanismer, vil således være med til at implementere princippet. En fuldstændig indførelse af princippet ville således som minimum kræve et forbud mod at have flere aktieklasser, et forbud mod at organisere sig i pyramidestrukturer, et forbud mod krydsejerskab, et forbud mod ejerbegrænsninger og et forbud mod stemmelofter i børsnoterede virksomheder.

Princippet er således veldefineret, men det er ligeledes klart fra analysen i afsnit 1.1.1, at en fuldstændig indførelse af dette princip ville føre til enorme organisationsændringer i danske børsnoterede virksomheder. Selvom ikke-skandinaviske virksomheder i mindre grad benytter sig af flere aktieklasser vil en fuldstændig indførelse af proportionalitetsprincippet også have radikale konsekvenser for virksomhedsorganiseringen i resten af EU, da disse lande i høj grad benytter sig af pyramidestrukturer og krydsejerskab.

Det er på denne baggrund ikke overraskende, at Winter-rapporten er upræcis på, hvorledes det forestilles at proportionalitetsprincippet skal indføres. På den ene side anerkendes det, at princippet reelt kræver et forbud mod flere aktieklasser og pyramidestrukturer, på den anden side ender rapporten med kun at anbefale indførelsen af en break-through regel, der siger, at hvis en aktionær erhverver sig 75 pct. af de cash flow, så skal vedkommende også have tildelt den absolutte kontrol med virksomheden.

Aktionærprincippet i forbindelse med virksomhedsovertagelser er langt mindre veldefineret end proportionalitetsprincippet. Rapporten angiver, at den reelle beslutningsret vedrørende overtagelsestilbud skal ligge hos aktionærene, men er diffus i hvordan dette defineres. Som det fremgår af afsnit 1.1.2 er aktionærprincippet en hjørnesten i dansk selskabslovgivning. Dette er dog ikke ensbetydende med, at det bliver gennemført i praksis i den enkelte virksomhed i tilfælde af et overtagelsestilbud.

### **1.3 Vurdering af sammenhængen mellem proportionalitets- og aktionærprincippet og øget beskyttelse af aktionærer og andre investorer i virksomheder.**

Beskyttelse af investorer i forbindelse med virksomhedsovertagelser skal helt overordnet ses som en mekanisme, der kan forhindre overtagelser, der resulterer i økonomiske tab og fremme virksomhedsovertagelser, der medfører økonomisk gevinst for investorerne. På et mere generelt plan har nyere selskabsforskning påvist (Shleifer og Visny, 1997), at øget beskyttelse af investorer har medført en række positive eksternaliteter for samfundsøkonomien.

Investorbeskyttelse og virksomheders organisering af forholdet mellem dens ledelse og dens interessenter er en mangesidig størrelse. Grundlæggende set handler investorbeskyttelse om at sikre den enkelte investors muligheder for at øve indflydelse på afkastet af sin investering. Da kontrollerende aktionærers indflydelse kan ske uden institutionel støtte, betyder det i praksis, at investorbeskyttelse fokuserer på rettigheder og muligheder for ikke-kontrollerende aktionærer og andre investorer.

Der er to relevante måder, hvorpå man kan påvirke graden af investorbeskyttelse i danske virksomheder. For det første kan virksomhederne selv begynde at føre en bedste standard for selskabsstyring. Det kan defineres på mange måder, men hvis vi følger den trendsættende guideline fra OECD (OECD Principles of corporate governance, 1999), så drejer det sig om fem hovedområder: (1) Virksomhedsejerens rettigheder, dvs. at sikre helt fundamentale rettigheder såsom reel adgang til at deltage i overordnede beslutninger på generalforsamlinger og at der ikke udvikles situationer, hvor nogle ejere kan tiltage sig mere kontrol, end deres direkte ejerskab i virksomheden giver rettighed til. (2) At der i praksis ikke forskelsbehandles indenfor en given ejerskabsgruppe. (3) At styre selskabet på en måde der anerkender andre interessenter, som f.eks. ansatte, kunder, leverandører, kreditorer og det omgivende samfund. (4) At levere klar information



til investorer om virksomhedens finansielle status, fremtidige planer og risikomomenter, ejerskabsstruktur og ledelsesaf lønning, etc. Endeligt, (5) at have en bestyrelse der har kompetence og incitament til at deltage aktivt i virksomhedens strategiudvikling og som er klart uafhængig af den siddende direktion. Med visse nuanceforskelle er disse principper også styrende for anbefalingerne i Nørby-rapporten (Nørby *et al.* 2001).

Desværre klarer danske virksomheder sig mindre godt, hvad angår bedste standard. I en sammenligning af bedste standard i de 250 største virksomheder i EU-landene (minus England) er der kun to danske virksomheder, der når ind på top 100. Det er TDC på en 39. plads og Novo Nordisk på en 82. plads. I betragtning af at der er omkring 10 danske virksomheder blandt disse 250 må resultatet siges at være beskæmmende.

Det er et åbent spørgsmål, hvorfor danske virksomheder ikke er mere fokuserede på at følge en bedste standard? En forklaring kan være, at der både er fordele og omkostninger ved at overholde en bedste standard. Den umiddelbare fordel for den enkelte virksomhed er især, at virksomheden bliver mere interessant at investere i, når beskyttelsen af nye investorer stiger, dvs. at det bliver billigere for virksomheden at tiltrække ny kapital via aktiemarkedet.

Omkostningen for den enkelte virksomhed ved øget investorbeskyttelse kan være, at der sker en forskydning i kontrolstrukturen, således at minoritetsaktionærer får en større reel indflydelse på virksomhedens beslutningsprocesser. Det betyder at de hidtidige kontrollerende aktionærer og den daglige ledelse er nødt til at tage flere hensyn i deres styring af virksomheden. Selvom dette gerne skulle være i hele virksomhedens interesse, er det ikke nødvendigvis til fordel for de kontrollerende ejere og direktionen. Øget investorbeskyttelse og bedre praksis på det selskabsstyringsmæssige område er således ikke umiddelbart i den kontrollerende aktionærkreds interesse. Sammen med gamle virksomheders sparsomme tilførsel af kapital via aktiemarkedet kan det være med til at forklare, hvorfor mange danske virksomheder indtil videre ikke har udvist nogen stor interesse for at indføre en bedste standard for selskabsledelse.

Den anden mulighed for at påvirke graden af investorbeskyttelse er gennem lovgivningen, dvs. gennem at revidere relevante dele af selskabslovgivningen så virksomheder tvinges til at yde en større grad af investorbeskyttelse.

La Porta *et al.* (1995) har været banebrydende i at kvantificere graden af investorbekyttelse i forskellige lande. Overordnet opdeler de investorbekyttelse i beskyttelse gennem indholdet i de relevante dele af selskabs- og regnskabslovgivningen på den ene side og graden af implementering på den anden side.

På indholdssiden analyseres minoritetsbeskyttelse i selskabslovgivningen og beskyttelse af kreditorer gennem lovgivningen. Minoritetsbeskyttelse defineres ved tilstedeværelsen af 6 specifikke rettigheder. 1) Mulighed for at stemme pr. fuldmagt, 2) Fri omsættelighed af aktier omkring generalforsamlingen, 3) Minoritetsbeskyttelse i form af øgede muligheder for at blive repræsenteret i bestyrelsen, 4) Mulighed for civilt søgsmål mod ledelsen eller mulighed for tilbagesalg af aktier til virksomheden i tilfælde af uenighed med fundamentale beslutninger i selskabet, 5) Rettigheder i forbindelse med kapitaludvidelser, og 6) Mulighed for indkaldelse af ekstraordinær generalforsamling. Hertil gives en samlet score, som for hvert punkt er 1, hvis dette er implementeret i lovgivningen.

**Tabel 5, Opsummering af graden af investorbekyttelse i Danmark og sammenlignelige lande**

	Proportionalitetsprincip	Stemme pr. brev	Ingen omsætningsbegrænsning før generalforsamling	Proportional repræsentation i bestyrelsen	Minoritets beskyttelse	Forhåndsrettigheder ved nyudstedelser	% for at indkalde ekstraordinær generalforsamling	Samlet score: Anti-director rights	Kreditor rettigheder	Regnskab Max = 90. <sup>5</sup>
Belgien	0	0	0	0	0	0	0,20	0	2	61
<b>Danmark</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0,10</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>62</b>
Finland	0	0	1	0	0	1	0,10	3	1	77
Frankrig	0	1	0	0	0	1	0,10	3	0	55
Holland	0	0	0	0	0	1	0,10	2	2	64
Norge	0	1	1	0	0	1	0,10	4	2	74
Sverige	0	0	1	0	0	1	0,10	3	2	83
Tyskland	0	0	0	0	0	0	0,05	1	3	62
UK	0	1	1	0	1	1	0,10	5	4	78
USA	0	1	1	1	1	0	0,10	5	5	71

Kilde: La Porta *et al.* (1998)

Anm.: Tabellen opsummerer en undersøgelse af graden af investorbekyttelse i en lang række af lande. Der er i alt opstillet seks indikatorer for investorbekyttelse, hvor hver indikator tildeles værdien 1, hvis den er opfyldt gennem lovgivningen. Den maksimale score er således 6, hvilket afspejler god investorbekyttelse, mens minimumsscoren er 0 som således afspejler dårlig investorbekyttelse. I tabellen fremgår yderligere to mål; kreditorrettigheder (som er en samlet score for en tilsvarende undersøgelse af tilstedeværelsen af seks forskellige indikatorer for god beskyttelse af kreditorer) og informations graden i regnskaber (hvor tilstedeværelsen af 90 kriterier er blevet undersøgt på tilsvarende vis).

Af tabellen fremgår det, at der er en relativ svag beskyttelse af ikke-kontrollerende investorer i Danmark relativt til andre skandinaviske lande og især i forhold til USA og England. Endvidere er der en tendens til, at der er mindre information i danske virksomhedsregnskaber relativt til andre skandinaviske lande samt England og USA.<sup>6</sup>

Erhvervsministeriet *et al.* (1999) erkender ligeledes, at investorbekyttelsen i Danmark på papiret er svagere end i sammenlignelige lande. Der argumenteres dog for at dette opvejes af en bedre overholdelse af de eksisterende regler. Det er klart, at en høj grad af overholdelse af de eksisterende regler kan være et substitut for svag investorbekyttelse. La Porta *et al.* (1998) måler dette vha. et estimat for "lov og orden" bestående af følgende komponenter: effektiv juridisk system,

<sup>6</sup> Regnskabsstandarten måles i form af hvor stor en andel af information et repræsentativt udsnit af regnskaber indeholdt ud af 90 mulige fordelt på 7 kategorier: Generel information, Resultatopgørelsen, Balancen, Flow opgørelser, Regnskabsstandart, Aktie information samt specielle informationer. Undersøgelsen er udført af International Accounting and Auditing Trends i 1990.

håndhævelse af loven, korrupsion, risiko for ekspropriation, risiko for kontraktbrud, og regnskabsstandarten. I deres opgørelse ligger lande som Danmark, Finland, Holland, Norge og Sverige, marginalt højere end Belgien, Storbritannien og USA. Herefter kommer Tyskland og Frankrig, som dog stadig har en høj score internationalt set. Dette giver et vist belæg for denne konklusion, selvom de institutionelle regler for beskyttelse af ikke-kontrollerende investorer er svage i Danmark, så er den faktiske beskyttelse relativt bedre, når vi sammenligner os med lande i Sydeuropa, Nordafrika og Asien. På den anden side er det næppe relevant i forhold til de øvrige skandinaviske lande eller England, Tyskland og USA, der alle er kendetegnet ved effektiv implementering og overholdelse af eksisterende love og regler.

Opsummerende kan det konkluderes, at en konsekvent gennemførelse af aktionær- og proportionalitetsprincippet i høj grad vil øge beskyttelsen af ikke-kontrollerende aktionærgrupper i Danmark. Dette kan medføre, at store ikke-kontrollerende aktionærgrupper vil få øget indflydelse på organisering og drift af børsnoterede virksomheder. Hvorved det kan tænkes at påvirke den rolle som f.eks. institutionelle investorer har i danske børsnoterede virksomheder.

Heroverfor står så beskyttelsen af de kontrollerende aktionærgrupper. Som dokumenteret ovenfor er der relativt vide rammer for organisationsformer i Danmark og denne kontraktfrihed medfører en stor grad af beskyttelse for de kontrollerende aktionærer i danske virksomheder. En konsekvent gennemførelse af de to principper må således formodes at mindske de nuværende kontrollerende aktionærers kontrol med virksomhederne og i yderste fald ændre på hvilke aktionærgrupper, der er kontrollerende og hvilke der er ikke-kontrollerende.

En konsekvent gennemførelse af de to principper vil også have konsekvenser for andre grupper af stakeholders i virksomhederne. Det er et åbent spørgsmål om f.eks. medarbejderrepræsentation er konsistent med proportionalitetsprincippet. I den mest bogstavelige form må man derfor formode, at proportionalitetsprincippet kan føre til en øget beskyttelse af aktionærer i forhold til andre interessenter i virksomhederne, som f.eks. medarbejdere eller kreditorer.

## **1.4 Vurdering af de samfundsøkonomiske fordele ved øget beskyttelse af investorer i danske virksomheder.**

### 1.4.1 Samfundøkonomiske fordele og ulemper ved at øge beskyttelse af investorer i danske virksomheder.

Et ofte hørt argument er, at investorbekyttelse er vigtigt, fordi det sikrer minoritetsaktionærerne et bedre afkast. Dette argument er forkert af den simple grund, at afkastet for minoritetsaktionærer afhænger af prisen de har betalt for deres aktier. Hvis alle relevante forhold er kendt på investeringstidspunktet og kapitalmarkederne er efficiente vil prisen afspejle en evt. dårlig investorbekyttelse og afkastet for ikke-kontrollerende aktionærer er upåvirket. Dette er f.eks A.P. Møllers argument for ikke at leve op til en bedste standard i forhold til OECDs guideline. A.P. Møller virksomhederne er i øvrigt en klar undtagelse ved på den ene side at føre en selskabstyringspraksis, der opfylder meget få af OECDs kriterier, mens de på den anden side har været i stand til at skabe høje afkast til aktionærerne.

De bedste argumenter for en højnelse af beskyttelsen af investorer i danske virksomheder er, at det medfører en række nyttige samfundsmæssige fordele, idet der er positive eksternaliteter forbundet med øget investorbekyttelse. Disse diskuteres i de følgende underafsnit.

### 1.4.2 Effekten af øget investorbekyttelse på omsætningen på kapitalmarkedet i Danmark.

For det første er alle relevante forhold ikke kendt for alle potentielle mindretalsaktionærer, hvorfor en dårlig investorbekyttelse fører til, at investeringerne for mange potentielle investorer kan være mindre attraktive og mere risikofyldte. Det første betyder, at risikoaverse investorer vil kræve et højere afkast for at investere i danske virksomheder, hvilket vil presse aktiekurserne ned og gøre det mindre attraktivt at bruge kapitalmarkedet som finansieringskilde.

Det er klart, at effekten af dette kapitalomkostningsargument for den enkelte virksomhed afhænger af, i hvor høj grad den har brug for at rejse kapital gennem aktiemarkederne. Det er i denne forbindelse vigtigt at pointere, at mange store gamle danske virksomheder ikke bruger aktiemarkedet som kapitalleverandør. Disse virksomheder er veletablerede med gode finansielle relationer, betydelige pengetanke og historisk set har de været begrænset ekspansive i deres investeringsstrategier, hvilket alt sammen betyder, at det er relativt sjældent, at sådanne

virksomheder skaffer kapital ved at udstede aktier. Den mest oplagte fordel ved øget investorbekyttelse er således af begrænset værdi for disse virksomheder.

I en undersøgelse af sammenhængen mellem aktiviteten på kapitalmarkederne og graden af investorbekyttelse finder La Porta *et al.* (1999), at virksomheder i lande med svagere beskyttelse af investorer har tendens til at have en lavere markedsværdi. Resultaterne fra deres undersøgelse er opsummeret i tabel 6.

**Tabel 6, Sammenhængen mellem aktiviteten på kapitalmarkederne og graden af investorbekyttelse**

Land	Antal	Investorbekyttelse Point: 0(lavest) - 6(højst)	Tobin's Q	CF/P	Fremgang i Salg %
	Total 8513				
Belgien	73	0	1.1021	0.1362	8.43
Italien	137	1	1.0156	0.1723	2.84
Holland	146	2	1.2213	0.1402	9.45
Spanie	100	4	1.0691	0.1161	5.59
Frankrig	457	3	1.0904	0.1458	7.37
Tyskland	333	1	1.2359	0.1300	6.65
Japan	1836	4	1.3020	0.0410	-0.98
Østrig	52	2	1.1088	0.1716	10.56
Danmark	114	2	1.1671	0.1147	10.03
Sverige	119	3	1.0875	0.1209	14.08
Finland	72	3	1.0812	0.1934	14.09
<b>Civil Law median</b>	<b>107</b>	<b>2</b>	<b>1.0963</b>	<b>0.1185</b>	<b>9.74</b>
Canada	348	5	1.151	0.1262	9.55
USA	2381	5	1.395	0.0808	8.24
Storbritannien	1157	5	1.4257	0.0812	10.27
Singapore	125	4	1.4001	0.0523	17.07
Irland	47	4	1.2862	0.0972	14.71
<b>Common Law Median</b>	<b>119</b>	<b>4</b>	<b>1.23454</b>	<b>0.0972</b>	<b>13.5</b>

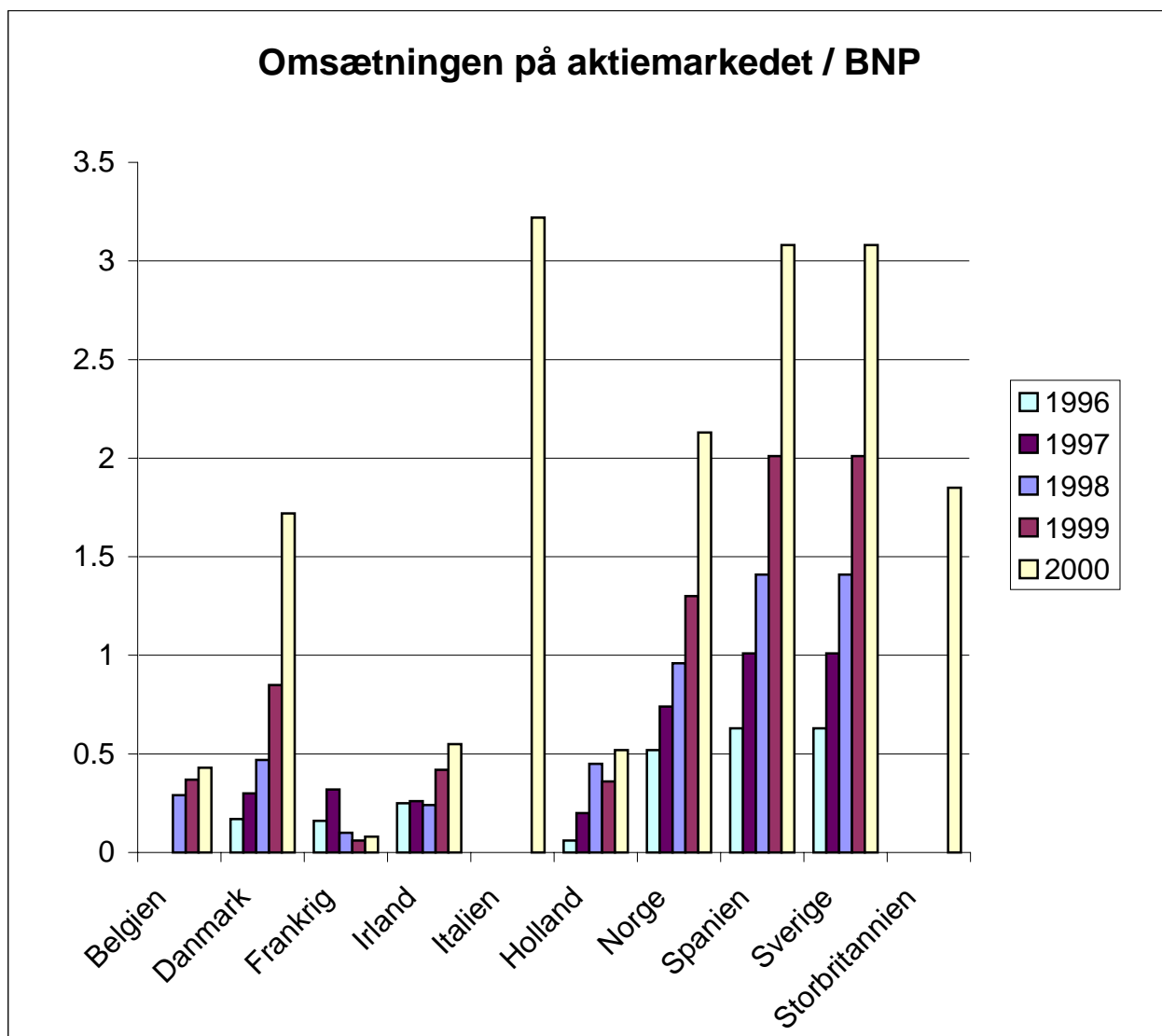
Kilde: La Porta *et al.* (1999) og van der Kam (2001)

Det fremgår af tabellen at virksomheder i kontinental europæiske lande, der generelt set har relativ lav investorbekyttelse, har en lavere markedsværdi målt ved Tobins Q<sup>7</sup> eller ved hvor meget cash flow (CF/P) man kan købe for en given investering. Det vil sige, at danske virksomheder generelt set har en lavere markedsværdi end virksomheder i USA og England. På den anden side fremgår det også af tabellen, at danske virksomheder ikke har lavere værdi end andre skandinaviske lande eller lande som Tyskland, Holland eller Frankrig.

<sup>7</sup> Tobins Q er defineret ved markedsværdien af egenkapital og gæld divideret med aktivernes bogførte værdi.

I figur 3 har vi afbilledet udviklingen af omsætningen på aktiemarkedene i Danmark og andre sammenlignelige lande. Det sidste år vi har data for er 2000, dvs. at effekterne af den generelle nedtur på aktiemarkedene siden foråret 2001 ikke er medtaget. Det fremgår af figuren, at Danmark

**Figur 3, Omsætningen på aktiemarkedet / BNP**

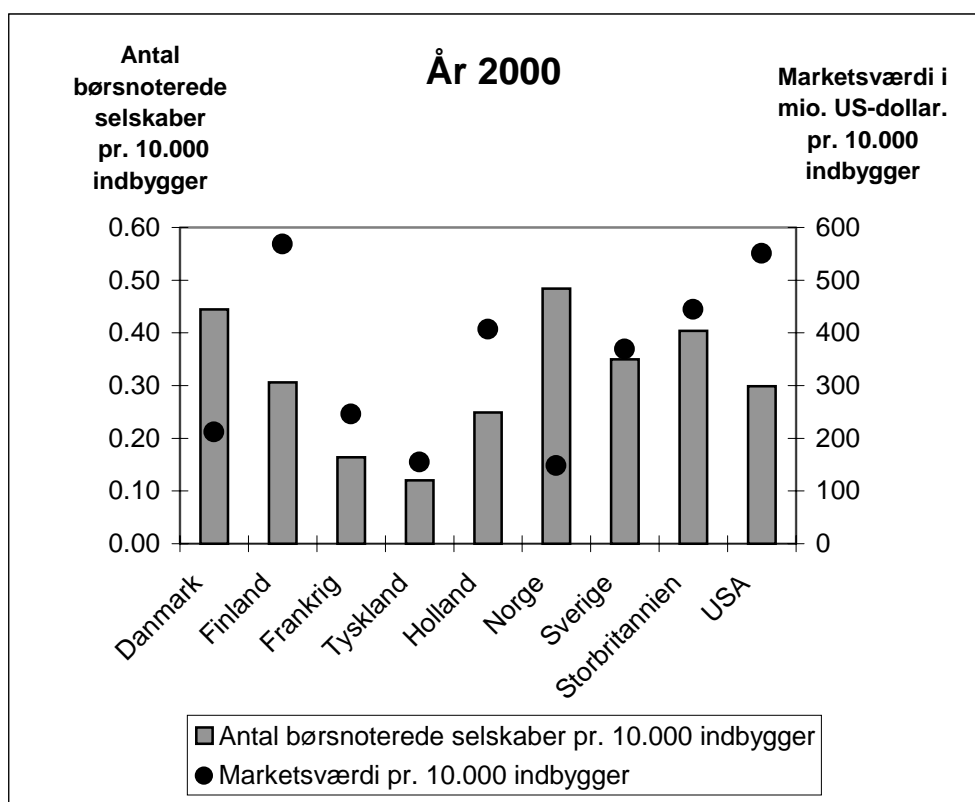


Kilde: Egne beregninger baseret på OECD. Kun lande hvor omsætningen på børsen opgøres efter det såkaldte REV-princip er sammenlignelige med Danmark, hvilket er årsagen til de manglende observationer.

niveaumæssigt før år 2000 lå relativt lavt i forhold til lande som England, Norge og Sverige og på niveau med land som Belgien, Holland og Irland. Men stigningen i omsætning på det danske aktiemarked i 1999 og især i 2000 har været kraftigere end i de fleste andre lande.

Figur 4 viser værdien af aktiemarkedet og antallet af børsnoterede virksomheder pr. 10.000 indbygger i Danmark og sammenlignelige lande. Målt således fremgår det, at der er en relativ lav markedsværdi af danske virksomheder også i sammenligning med Storbritannien, USA og andre skandinaviske lande. På den anden side ses det også, at Danmark har relativt mange børsnoterede virksomheder målt per indbygger også i forhold til andre skandinaviske lande, England og USA.

**Figur 4, Antal børsnoterede selskaber og markedsværdi pr. indbygger**



Kilde: Egne beregninger baseret på OECD.

Anm. Investeringsforeninger og -fonde er ikke medtaget i opgørelsen.

Opsummerende kan det konkluderes, at der er gode teoretiske argumenter for at en øget investorbeskyttelse i Danmark og andre europæiske lande vil have en positiv indflydelse på omsætningen på kapitalmarkederne. Øget investorbeskyttelse fører til faldende kapitalomkostninger, hvilket vil øge incitamenterne til at bruge aktiemarkedet som finansieringskilde og dermed øge aktiviteten på kapitalmarkederne. Der er nogle få empiriske studier, der også bekræfter disse sammenhænge i tværsnitsanalyser mellem lande. Lande der yder en forholdsvis god investorbeskyttelse har også bedre udviklede og mere aktive kapitalmarkeder.



#### 1.4.3 Effekten af øget investorbeskyttelse på ledelsen af selskaber i Danmark.

I afsnit 1.3 definerede vi investorbeskyttelse som en central mekanisme, der bestemmer relationerne mellem en virksomheds ledelse, dens ejere og dens øvrige investorer. Vi definerede investorbeskyttelse udfra et grundlæggende princip om, at sikre den enkelte investors muligheder for at øve indflydelse på afkastet af sin investering.

I afsnit 1.1.1 påviste vi, at børsnoterede danske virksomheder er karakteriseret ved en udpræget koncentreret kontrolstruktur, der ofte er understøttet af at have flere aktieklasser. Det er på denne baggrund muligt at konkludere, at der formodentligt ikke generelt er nogen stærk konflikt mellem ledelse og de kontrollerende ejere i danske virksomheder.

Øget investorbeskyttelse vil derfor formodentligt påvirke ledelsen i danske selskaber til at tage mere højde for de interesser, som grupper af ikke-kontrollerende investorer og andre investorer har i virksomhederne. Dette er i overensstemmelse med intentionerne i f.eks. Nørby-udvalgets retningslinjer for god selskabstyring i danske virksomheder. I praksis vil det kunne betyde, at en ledelses dispositioner i højere grad vil afspejle hele ejergruppens interesser.

Der er et stort behov for empiriske undersøgelser af, hvorledes øget investorbeskyttelse påvirker ledelsen af virksomheder. Et meget indirekte signal kan fås ved at studere hvorledes værdien af at have kontrol påvirkes af graden af investorbeskyttelse. Nenova (1999) påviser således, at den merpris som A-aktier handles for i forhold til B-aktier er faldende i graden af investorbeskyttelse. Merprisen for A-aktier afhænger således af hvor godt B-aktionærerne generelt set er beskyttet imod, at ledelsen alene varetager A-aktionærernes interesser. Dette kan fortolkes, som at ledelsen bliver mere opmærksom på også at inkludere B-aktionærernes interesser, når graden af investorbeskyttelse er større. Det skal dog bemærkes at denne merpris er stort set ikke-eksisterende i Danmark, hvilket må formodes at skyldes, at A-aktier er relativt ilikvide i forhold til B-aktier.

#### 1.4.4 Effekten af øget investorbeskyttelse på bredere erhvervsudvikling i Danmark.

Investorbeskyttelse medfører som nævnt ovenfor en række positive samfundsmæssige eksternaliteter, der vil være med til at påvirke erhvervsudviklingen og samfundsøkonomien i et land.

For det første er det i internationale sammenligninger påvist, at graden af investorbeskyttelse påvirker ejerskabsstrukturer, således at lande med god investorbeskyttelse som f.eks. England og USA har en langt mere spredt struktur i virksomheders ejerskab, mens lande med dårlig investorbeskyttelse, som f.eks. Danmark og Frankrig, har en mere koncentreret ejerskabsstruktur (LaPorta *et al.* 1998).

For det andet kan graden af investorbeskyttelse påvirke landes vækstrater. Det mest oplagte argument herfor er, at den lavere aktivitet på kapitalmarkederne påvirker væksten negativt, men lande med en dårlig investorbeskyttelse har også vist sig at være mindre robuste mod finansielle kriser.

Endeligt følger der her en opgørelse over de empiriske studier af sammenhænge mellem investorbeskyttelse og erhvervs- og samfundsøkonomisk udvikling:

- En mindre koncentreret ejerskabsstruktur (La Porta *et al.* 1998, Claessens *et al.* 1999)
- Mere aktive aktiemarkeder med større værdi (La Porta *et al.* 1997)
- Flere noterede virksomheder per capita (La Porta *et al.* 1997)
- Flere virksomheder der lade sig notere (La Porta *et al.* 1997)
- Større dividende udbetalinger (La Porta *et al.* 1998)
- Større værdi af børsnoterede selskaber (La Porta *et al.* 1999-B)
- Noterede virksomheder er større (Kumar, Rajan, Zingales 1999)
- Mindre private fordele af at have kontrol i virksomheder (Nenova 1999)
- Hurtigere ledelsesudskiftning (Volpin, 2001)

Opsummerende er der således et vist belæg for, at øget beskyttelse af investorer i danske virksomheder kan få positive effekter for erhvervsudviklingen og samfundsøkonomien. Især vil de indirekte effekter gennem en øget aktivitet på kapitalmarkeder gøre det mere attraktivt for mindre

unoterede virksomheder at lade sig notere. Dette vurderes at ville virke positivt for virksomhedsudviklingen i Danmark.

Der er dog to forbehold, der er værd at understrege: For det første er det vanskeligt at definere, hvad god investorbeskyttelse er. Det er formodentligt for simpelt at bruge en færdig liste for, hvilke elementer der skal til for god investorbeskyttelse. Dette skyldes at investorbeskyttelse som nævnt er en mangesidigt størrelse og at det vil være nødvendigt at vurdere alle elementer samtidigt. Derudover er det i høj grad implementering af investorbeskyttelse, der er kernen i at øge denne, hvorfor vi ligeledes skal sigte mod at styrke arbejdet med at virksomhederne lever op til gældende regler og forpligtigelser, hvilket måske er endnu vigtigere end at ændre radikalt på indholdet i disse.

For det andet er det vigtigt at understrege, at der ikke findes en entydig bedste selskabsstyringsform. Enhver reform må derfor nødvendigvis tage udgangspunkt i en national kontekst. En stor del af litteraturen forholder sig til selskabsstyring, som om alle lande burde overtage den angelsaksiske selskabsstyringsmodel. Det er dokumenteret, at der er bedre investorbeskyttelse i denne model, men der er samtidig også en helt anderledes virksomhedsorganisering med stærke ledelser og generelt set svage og diversificerede ejergrupper. Der er således ikke empirisk belæg for at konkludere, at denne organisationsform er væsentligt bedre end den koncentrerede ejerskabsstruktur, der er dominerende i Danmark og resten af Europa. I et eventuelt arbejde med at forbedre investorbeskyttelsen i danske og kontinental europæiske virksomheder er det derfor væsentligt at vurdere de ønskede reformer i en kontekst med koncentreret ejerskabsstrukturer.

## **Del 2: Effekten af Winter-rapportens anbefalinger på markedet for virksomhedsovertagelser i Danmark.**

Hovedbudskabet i Winter-rapporten er, at det er i Unionens interesse at opnå en større aktivitet på markedet for virksomhedsovertagelser gennem selskabsretlige initiativer. I denne anden del af analysen belyser vi, hvilke konsekvenser dette vil få i Danmark. Først analyserer vi de generelle konsekvenser af et mere aktivt marked for virksomhedsovertagelser i Danmark, dernæst analyserer vi Winter-rapportens tre specifikke forslag til at generere en sådan øget aktivitet, nemlig gennem øget information om ejerskabs- og kontrolstrukturer i virksomheder, en break-through regel på 75 pct. og en forholdsmæssig beslutningsprocedure uden om bestyrelsen i virksomheder, der er udsat for overtagelsestilbud.

### **2.1 De samfundsøkonomiske konsekvenser af et friere marked for overtagelser i Danmark.**

Indledningsvist er det værd at definere hvad der menes med et friere marked for virksomhedsovertagelser. To virksomheder kan forene deres ejerskab og produktionsapparat på en hel række relativt beslægtede måder. For det første kan virksomheder fusionere, dvs. omdanne sig til et fælles selskab med een ejerkreds. Alternativt kan der ske en virksomhedsovertagelse, dvs. at den ene virksomhed køber den anden virksomhed. I praksis behøves der ikke at være den store forskel mellem de to former, da den opkøbende virksomhed kan vælge enten at betale for den opkøbte virksomhed i kontanter og/eller i form af aktier i den opkøbende virksomhed.

Virksomhedsovertagelser kan være venlige eller fjendtlige. Et venligt overtagelsesforsøg betyder, at ledelsen i den opkøbte virksomhed ønsker at blive overtaget og derfor arbejder aktivt for at gennemføre en given overtagelse. Et fjendtligt overtagelsesforsøg er derimod et, der sker mod den angrebne virksomheds ledelses vilje.

Tabel 7 viser aktiviteten på markedet for virksomhedsovertagelser og fusioner i Danmark. Det fremgår af tabellen, at dette marked generelt set har været relativt aktivt. Der er årligt omkring 200 virksomheder, der anmelder, at de har fusioneret eller overtaget en anden virksomhed og der er ca. 230 virksomheder, der anmelder, at de er blevet opkøbt.

**Tabel 7, Fusioner og virksomhedsovertagelser (excl. Danske overtagelser i udlandet)  
1996-99**

År	Fusioner og virksomhedsoverdragelser	Opkøbte virksomheder		
		Antal	Omsætning i mio. kr.	Antal ansatte
1999	199	227	155,473	89,350
1998	165	212	96,089	42,452
1997	201	231	58,892	45,042
1996	206	232	39,595	29,199

Kilde: Konkurrencestyrelsen (2002) og egne beregninger.

Anm.: Oplysningerne er gjort sammenlignelige ved for 1996 og 1997, i det omfang det har været muligt, at udelade oplysninger om fusioner og virksomhedsovertagelser, der falder uden for grænserne i meddelelsesbekendtgørelsen, samt ved for 1998 at udelade oplysninger om danske virksomheders overtagelser i udlandet.

Opsummerende kan det altså konstateres, at der er en markedsdrevet aktivitet vedrørende virksomhedsovertagelser. Det er derfor vigtigt at understrege, at rapportens anbefalinger skal ses som et forsøg på at øge antallet af fjendtlige overtagelsesforsøg. Det er vanskeligt at dokumentere antallet af sådanne forsøg i Danmark, da det ikke er muligt at opdele overtagelser i venligt- og fjendtlighedsindede.

På baggrund af den generelt gode beskyttelse danske børsnoterede virksomheder har mod at blive overtaget imod ledelsens vilje og den meget omtale enkelte fjendtlige overtagelsesforsøg får i den danske erhvervspresse, er det formodentligt korrekt, at der er et meget lille antal fjendtlige overtagelsesforsøg i Danmark relativt til, hvad kan observeres i f.eks. England og USA.

Hvilke argumenter eksisterer der for, at en øget aktivitet i form af flere uønskede overtagelsestilbud skulle have samfundsøkonomiske fordele for Danmark? Det grundlæggende argument herfor bygger på, at denne aktivitet er en afgørende ekstern kontrolfaktor for ledelsen af virksomheden. Michael Jensen (Jensen 1983, 1988 og 2002) opererer med fire faktorer, der er med til at kontrollere og disciplinere en virksomhedsledelse:

1. Faktor- og produktmarkedet.
2. Den interne kontrolmekanisme ledet af bestyrelsen.
3. Kontrol gennem offentlig regulering.
4. Kapitalmarkedet og markedet for virksomhedsovertagelser.

Ovenfor blev det dokumenteret, at der er en hvis disciplinering af virksomhederne gennem faktor- og produktmarkederne i Danmark. Der har været en stor fokus på kvaliteten af virksomhedernes interne kontrolmekanismer gennem blandt andet rapporterne om aktiv ejerskab (Erhvervsministeriet *et. al* 1999 og DØR 1999) og ikke mindst Nørby-udvalgets analyse af bestyrelsesarbejdet i Danmark. Dette arbejde har dokumenteret, at den interne kontrolmekanisme (dvs. bestyrelsen) i danske virksomheder ofte ikke fungerer tilstrækkeligt effektivt. Virksomhederne har med Nørby-udvalgets anbefalinger fået et instrument til at styrke denne interne kontrolmekanisme, men det er endnu for tidligt at vurdere, om der kommer nogen reel styrkelse ud af dette arbejde. Anbefalingerne bygger således på et frivillighedsprincip, dvs. at det er op til den enkelte virksomhed at vurdere, om anbefalingerne skal implementeres. Endeligt er detaljeret offentlig regulering af den enkelte virksomheds adfærd praktisk uigennemførligt og formodentligt heller ikke hensigtsmæssigt.

På denne baggrund skal man vurdere betydningen af kapitalmarkedet som ekstern kontrolmekanisme. Historisk set har det haft en positiv effekt for restruktureringen af virksomheder i USA ikke mindst i firserne og sidste halvdel af halvfemserne. Underliggende for dette disciplineringsargument er en antagelse om, at ledelsen af virksomhederne har brug for disciplinering for at arbejde maksimalt muligt i hele ejergruppens interesse.<sup>8</sup>

I Danmark og resten af Europa er der ikke nogen grundlæggende konflikt mellem ledelse og ejergruppen, da danske og europæiske virksomheder generelt har meget koncentreret ejerskab. Ledelsen har i sådanne virksomheder en stærk relation til de kontrollerende ejergrupper, der ofte er minoritetsaktionærer. Et aktivt kapitalmarked skal i denne situation være med til at disciplinere ledelsen til at foretage dispositioner, der maksimerer virksomhedens værdi, også selvom den kontrollerende ejergruppe kan have andre interesser. Ledelsen vil således føle et stærkere krav om at forøge virksomhedens performance.

Virker markedet for eksternt kontrol så med til at disciplinere ledelsen i virksomheder? En måde at påvise dette på, har været at analysere, hvilke virksomheder der er mest sandsynlige mål for en

---

<sup>8</sup> Dette principal-agent problem mellem en virksomheds ledelse og ejere i virksomheder med en klar adskillelse mellem kontrol og ejerskab er analyseret i Jensen og Meckling (1976). Det tilsvarende problem i virksomheder med koncentreret ejerskab er analyseret i Shleifer og Vishny (1997).

fjendtlig overtagelser. Der er således en hel række studier, der viser, at hvis en virksomhed i en periode har en dårlig performance, så stiger sandsynligheden for, at den vil blive overtaget af en anden virksomhed (en oversigt over disse studier findes i Burkart, 1999).

Ligeledes viser udenlandske undersøgelser, at der faktisk sker en kraftig restrukturering af overtagne virksomheder, ikke mindst når overtagelserne er ufrivillige. I visse undersøgelser er det således dokumenteret, at der er en kraftig tendens til at trimme virksomheder efter fjendtlige overtagelser: Efter et år er i gennemsnit ca. 10 % af de opkøbte aktiver afhændet og efter to år er det omkring 20 % af aktiverne, der er afhændet. Ligeledes bliver 90 % af ledelserne i gennemsnit udskiftet og næsten samme andel af bestyrelsesmedlemmerne. (Franks & Mayer 1996).

På baggrund af disse studier kan det konkluderes, at der er empirisk belæg for, at en højere aktivitet på markedet for virksomhedsovertagelser vil have en markant disciplinerende effekt på virksomheders ledelse og at en stigning i antallet af fjendtlige overtagelser vil påvirke organiseringen af danske virksomheder.

Der er en række andre potentielle fordele ved et mere aktivt marked for virksomhedsovertagelser i Danmark:

- I en situation hvor det er nødvendigt at foretage store restruktureringer, der involverer temporære eller permanente nedskæringer i arbejdsstyrken, kan det ofte være umuligt at gennemføre disse uden et stærkt eksternt pres. I USA var det eksterne pres væsentligt for den relativt store restrukturering der skete i amerikanske virksomheder i 80'erne (Jensen 1993).
- Det kan gøre det lettere at udnytte skalafordele og synergieffekter i virksomhederne, også selvom en kontrollerende ledelse ikke er interesseret i en potentiel fusion eller overtagelse.
- Det kan forstærke og komplementere de samfundsmæssige gevinster fra fællesmarkedet og EUROen (som Danmark jo bekendt ikke deltager i) ved at øge muligheden for at reallokere kapital og virksomheder i hele Europa gennem investeringer på tværs af de europæiske lande.

Foruden disse direkte fordele ved øget aktivitet på virksomhedsovertagelsesmarkedet kan der være en række indirekte effekter af at disciplinere virksomhedsledelser gennem eksternt pres:

- a) En mere værdiorienteret selskabsstyring kan føre til et øget pres på virksomhedens interne kontrolmekanisme og dermed påvirke strukturering og organiseringen af virksomhedens bestyrelse.
- b) Øget aktivitet på kapitalmarkedet fører til et større udbud af kapital og dermed mindre omkostningerne ved at bruge aktiemarkedet som en finansieringskilde, dvs. virksomhedernes kapitalomkostninger vil blive mindsket. Dette kan forventes at gøre det mere attraktivt at bruge fondsbørsen til at skaffe sig kapital på. Da den danske fondsbørs for tiden ikke er særligt attraktiv, kan dette argument vise sig at være væsentlig. Antallet af børsnoterede virksomheder er markant faldende og 74 af de noterede industri-, handels-, og servicevirksomheder handles til kurser under den indre værdi (Børsen, 10. juni 2002).
- c) En øget fokusering på performance vil øge europæiske virksomheders værdi, således at den eksisterende forskel mellem europæiske og amerikanske virksomheders værdi formindskes.

Opsummerende er det værd at understrege, at der således både kan være ex-ante og ex-post fordele ved øget aktivitet i markedet for virksomhedsovertagelser. Overfor disse potentielle gevinster ved et øget eksternt kontrolpres gennem øget aktivitet på markedet for virksomhedsovertagelser står der en række potentielle omkostninger:

For det første er det empirisk dokumenteret, at mange virksomhedsovertagelser ender med ikke at være succesfulde. Studier af værdiskabelsen ved virksomhedsovertagelser i udlandet viser, at ejerne af den overtagede virksomhed i gennemsnit får en markant gevinst. Denne gevinst er estimeret til 30-40 pct. ved fjendtlige overtagelser og ca. 18 pct. ved inviterede overtagelser (Brealey & Myers 2000). Til gengæld viser de samme studier, at der er ingen eller endda negativ gevinst for ejerne af den overtagede virksomhed. Den totale værdiskabelse er således negativ for op mod hver anden virksomhedsovertagelse (Franks & Mayer 1996). Det er således værd at understrege at øget aktivitet omkring virksomhedsovertagelser også betyder flere overtagelser, der ødelægger værdi. Til syvende og sidst er dette således et spørgsmål om god governance i den virksomhed, som ønsker at overtage en anden, idet det er denne virksomheds aktionærers investering som påvirkes. I virksomheder med god governance vil overtagelser, som destruerer værdi således sjældent blive gennemført.



For det andet kan et øget antal virksomhedsovertagelser føre til stærkere monopoldannelse i Danmark og Europa. Da der kan være store økonomiske gevinster at hente ved at opnå dominerende positioner på danske og europæiske markeder, vil nemmere adgang til virksomhedsovertagelser i sig selv tenderer mod at skærpe markedsconcentrationen, hvilket kan have samfundsmæssige omkostninger gennem højere priser. En måde at løse dette problem på er at styrke konkurrencelovgivningen og fusionskontrollen i de enkelte lande og på unions niveau.

For det tredje kan øget aktivitet i markedet for virksomhedsovertagelser påvirke ansatte og andre stakeholders i virksomheden. Shleifer og Summers (1988) argumenterer for, at den værdiskabelse der opstår hos ejerne af fusionerede eller overtagede virksomheder, kan stamme fra, at en ny ledelse giver ansatte og stakeholders dårligere forhold f.eks. gennem at fyre medarbejdere. Shleifer og Summers påviser eksempler på sådanne overførsler fra stakeholders til ejere, men den efterfølgende empiriske litteratur har dog haft svært ved, at dokumentere at dette skulle være en systematisk effekt ved virksomhedsovertagelser (Berglöf og von Thadden 1999). Ligeledes kan man anføre, at det som udgangspunkt ikke er selskabslovgivningens opgave at sikre stakeholder interesserne, idet disse varetages bedre af andre relevante love (f.eks. arbejdsmarkedslovgivning).

For det fjerde kan et friere marked for virksomhedsovertagelser føre til en ændring af eksisterende virksomheders kapitalstruktur. F.eks. er det påvist, at virksomheder med lille gæld og stor disponibel kapital oftere er mål for overtagelser. En ledelse der er interesseret i at undgå en mulig overtagelse, vil derfor have incitament til at øge gældsandelen i virksomheden. (Burkart 1999 og DØR 1999).

For det femte har det været nævnt, at en øget aktivitet vil betyde, at danske og europæiske virksomheder vil blive opkøbt af amerikanske virksomheder.<sup>9</sup> Det er blevet fremført, at det faktum at amerikanske virksomheder gennemsnitligt er værdifastsat højere end danske og europæiske skulle føre til, at der vil komme relativt flere amerikanske opkøb i Europa end omvendt.

---

<sup>9</sup> Gerhardt Schröder er citeret i Financial Times for at støtte dette synspunkt: "Hvorfor fjerne EU-selskabers værn mod hostile takeovers, når USA bibeholder deres værn. Dette skaber en unfair international konkurrence." (Financial Times, 1. maj 2002).

Det er vanskeligt at vurdere, hvor reel denne frygt er. Tabel 8 viser nettoværdien af virksomhedsovertagelser til og fra USA i perioden 1990-99. Det fremgår af tabellen, at der i perioden faktisk er sket en nettotilførsel af kapital til USA, dvs. at der er flere amerikanske virksomheder (målt i værdi), der er blevet opkøbt af udenlandske virksomheder end udenlandske virksomheder, der bliver opkøbt af amerikanske. Dette tyder på, at argumentet om at en større aktivitet vil føre til en systematisk amerikansk overtagelse af f.eks. danske virksomheder, formodentligt vil modsvares af et tilsvarende dansk opkøb af amerikanske virksomheder.

**Tabel 8, Aktiviteten i virksomhedsovertagelser mellem US og resten af verden, 1990-99.**

Tal i mia. USD

År	Udenlandske overtagelser af amerikanske virksomheder	Andel af samlede overtagelser i USA	Amerikanske overtagelser af udenlandske virksomheder	Andel af samlede udenlandske overtagelser	Nettoværdi af amerikanske virksomhedsovertagelser
1990	56.9	27.6	21.4	10.4	-35.5
1991	30.8	21.9	15.5	11	-15.3
1992	15.3	12.2	15.2	12.2	-0.1
1993	21.7	12.2	18.9	10.6	-2.8
1994	46	16.6	23.5	8.5	-22.5
1995	54.3	14	46.8	12	-7.5
1996	69.5	12.4	61	10.8	-8.5
1997	85.8	11	85.2	10.9	-0.6
1998	220.7	16.4	116.9	8.7	-103.8
1999	246.6	17.7	149.8	10.7	-96.8

Kilde: Egne beregninger baseret på tal fra OECD.

Anm.: Tabellen opgør værdien af virksomhedsovertagelserne, dvs. den pris som overtagelsen er sket til, i modsætning til tabel 7 for Danmark som opgør den samlede omsætning.

Der er således en række potentielle samfundsmæssige fordele og ulemper ved øget overtagelsesaktivitet. Det er vanskeligt at vurdere, hvad den samlede velfærdsgevinst vil blive, men udfra udenlandske studier kan det konkluderes, at disse effekter kan være betydelige.

Før vi analyserer de tre specifikke forslag i Winter-rapporten, er det værd at analysere, om det overhovedet kan forventes, at et øget eksternt pres på danske virksomheder genereret ved regulative initiativer vil påvirke deres performance og organisering?

Der findes nogle få studier af danske børsnoterede virksomheder, der fokuserer på om den enkelte virksomheds sårbarhed overfor overtagelser påvirker dens performance og organisering. I et tentativt studie har Casper Rose udvalgt ca. halvdelen af de danske børsnoterede virksomheder og studeret om beskyttede virksomheder har en dårligere performance end ubeskyttede virksomheder (Rose 2001). Casper Rose påviser, at der ikke er nogen signifikante forskelle på beskyttede (typisk gennem at have flere aktieklasser og fondsejerskab) og ubeskyttede virksomheder. Dette er konsistent med studier af danske fondsejede virksomheder (Thomsen og Rose, 2002). Selvom Rose's studier er foreløbige, er der altså et vist belæg for, at den enkelte virksomheds grad af beskyttelse mod overtagelser ikke ser ud til at påvirke dens performance.

Det er dog ikke muligt herfra at slutte, at politikinitiativer (som f.eks. de tre forslag der diskuteres nedenfor) ikke vil have nogen effekt på performance og organisering af danske virksomheder. Grunden hertil er, at der formodentligt er tale om effekter, der er knyttet til lande og på unions niveau mere end til den enkelte virksomhed. Udenlandske investorer kan have en generel opfattelse af, at det er svært at opnå kontrol med danske virksomheder, hvorfor de vælger at investere i andre markeder end det danske. Dette gælder især for store institutionelle investorer, der ofte sætter en fast andel af deres samlede investering i f.eks. danske aktier. Når porteføljespredningen fastsættes på landeniveau er det således i høj grad lande- og regionsspecifikke faktorer, der har betydning. En generel styrkelse af beskyttelsen af investorer og en fortsat større fokus på god selskabsledelse kan således påvirke udenlandske investorer til at øge deres investeringer i Danmark.

## **2.2 De samfundsøkonomiske konsekvenser af tre specifikke forslag i Winter rapporten.**

Indledningsvist kan der argumenteres for, at en generel harmonisering af selskabsretslige initiativer i EU regi er en afvejning mellem to delvist modsatrettede målsætninger. På den ene side er der et behov for at harmonisere selskabslovgivning i et integreret kapitalmarked indenfor unionen, således at de enkelte lande ikke har incitamentet til at konkurrere på indretningen af lovgivningen for at tiltrække virksomheder fra andre lande. Virksomheders lokaliseringsbeslutninger skulle gerne afspejle optimal udnyttelse af faktor- og markedsvilkår og ikke hvor flexibel de enkelte landes

lovgivning er. På den anden side er der stor variation mellem lande, i hvordan selskaber er organiseret og som diskuteret i afsnit 1.4.4 er det hensigtsmæssigt at forankre selskabslovgivningen i den kontekst, der eksisterer i de enkelte lande. F.eks. er der store forskelle imellem Storbritanien og Kontinentaleuropa og det er derfor ikke oplagt, at det er hensigtsmæssigt at presse den samme selskabslov ned over Storbritanien som over resten af EU.

#### 2.2.1 Øget offentliggørelse af ejerskabs- og kontrol fordeling i danske selskaber.

Winter rapporten anbefaler at:

*"Listed companies should be required to disclose complete information about their capital and control structures (except for those deriving from general applicable law), for instance in their annual reports, listing particulars and prospectuses. If important changes occur in this information, listed companies should be under a continuous obligation to disclose such changes. Disclosure of some of these elements is already required under existing Directives: the Group recommends that these element be disclosed and presented in a combined, coherent way" (p.6).*

I den internationale corporate governance debat er der forholdsvis bred opbakning til, at der er behov for at øge offentliggørelsen af information om ejerskabs- og kontrolstrukturer i virksomhederne, se f.eks. Verdensbanken (World Bank 1999), OECD (1999), Pergola og Thaien, (1999) og kommentarer fra bl.a. Michael Jensen og Colin Mayer på FIESE-konferencen om Winter-rapporten i Bruxelles i juni 2002.

Det er væsentligt at adskille effekterne af øget offentliggørelse i effekter på aktiviteten på kapitalmarkedet generelt og effekter direkte på aktiviteten af fjendtlige virksomhedsovertagelser. Verdensbanken noterer to potentielle fordele af øget transparens omkring ejerskabs- og kontrolstrukturer: For det første betyder det, at nuværende og især potentielle investorer får mere information om de incitamenter ledelsen og kontrollerende ejere har og om muligheder for værdiforøgende transaktioner af kontrol. Begge disse forhold fører til, at en potentiel investering kan blive mere attraktiv og dermed vil føre til større udbud af kapital og dermed lavere kapitalomkostninger for virksomhederne. For det andet fremhæver Verdensbanken, at der kan være en effekt på ens omdømme, idet investorer kan overveje, hvilke motiver som en ledelse har for at skjule ejerskabsinformation. F.eks. ville en uigennemskuelig ejerskabsinformation være en fordel i virksomheder, hvor grupper af kontrollerende ejere prøver at opnå fordele på bekostning af ikke-kontrollerende aktionærer. Øget information gør fordelingsspørgsmål mere transparente og det vil

igen øge interessen for at investere og dermed føre til faldende kapitalomkostninger og større aktivitet på kapitalmarkedet.

Disse argumenter er også afspejlet i de hidtidige danske analyser af dette område. Erhvervsministeriet *et al.* (1999) konstaterer, at der er en tradition for forholdsvis stor lukkethed om ejerforholdene i Danmark ikke mindst relativt til Sverige og DØR (1999) konkluderer, at informationskravet til danske virksomheder bør skærpes både omkring ejerforhold og regnskabsforhold, idet de mindre forpligtelser skulle gøre det mindre attraktivt at investere i Danmark.

Imod denne konsensus om positive samfundsmæssige effekter af øget ejerskabsinformation fremfører især A.P. Møller koncernen, at øget information vil skade virksomhedens konkurrencesituation. Det ville være ønskeligt, hvis denne vurdering blev udbygget, da det er vanskeligt at finde stærke teoretiske argumenter herfor og vi samtidig ikke har fundet nogen empiriske studier, der underbygger dette.

Selvom der således er argumenter for, at øget information har en positiv effekt på aktiviteten på kapitalmarkedet som sådan, er det ikke givet, at effekten af øget ejerskabsinformation også virker positivt på aktiviteten på markedet for virksomhedsovertagelser.

Øget information, især vedrørende virksomhedens drift og regnskab, kan have en positiv virkning på venlige overtagelser, da det gør det nemmere at evaluere og screene potentielle kandidater for fusion eller overtagelse.

De fleste lande har regler for, at ejere skal offentliggøre deres ejerandel, når den er højere end en hvis andel (typisk 5 procent) og når den passerer specifikke grænseværdier (f.eks. 5 procents intervaller som i Danmark). I forbindelse med fjendtlige virksomhedsovertagelser betyder dette, at en potentiel overtager kun kan holde et opkøb i det åbne marked hemmeligt indtil den første grænseværdi nås. Derefter vil det blive offentligt kendt, at der er en investor, der aktivt forsøger at øge ejerandelen, hvilket medfører at kurserne stiger og det bliver dyrere for den potentielle overtager at handle i det åbne marked. Det kan gøre det vanskeligere at indlede og dyrere at gennemføre et overtagelsesforsøg og dermed sænke incitamenterne for den potentielle overtager.

Dette argument er væsentligt, fordi det er tæt knyttet til, hvor en potentiel økonomisk gevinst ved at opkøbe andre virksomheder ligger. Som analyseret ovenfor er der en relativt lille gevinst for den opkøbende virksomhed, mens den største gevinst tilfalder de gamle ejere af den opkøbte virksomhed. Empiriske studier viser, at jo større ejerandel en investor har før et offentligt overtagelsestilbud gives, jo større bliver gevinsten for denne investor (Walkling 1985 og Stulz *et al.* 1990). Måden hvorpå man kan opnå en større initial andel, er netop ved at opkøbe i det åbne marked, så det må formodes, at øget ejerinformation kan have negative effekter på antallet af overtagelsesforsøg. Det skal understreges, at dette argument kun er relevant i forbindelse med krav til øget ejerinformation og ikke i forbindelse med krav til øget kontrolinformation.

Der er et andet interessant argument for, at øget information kan sænke antallet af overtagelser. Som nævnt ovenfor må øget information forventes generelt set at øge aktiviteten på kapitalmarkedet. Dette vil have en positiv effekt på aktiekurserne og dermed øge værdien af danske og europæiske virksomheder. Kombinationen af en højere værdifastsættelse og det faktum at større virksomheder historisk set har været bedre beskyttet mod fjendtlige overtagelser (sfa. større krav til køberens finansielle styrke), hvorfor øget information potentielt set kan sænke antallet af overtagelsesforsøg.

Der har i Danmark været en del fokus på krav til offentliggørelse de sidste år. Ekspertundersøgelsen vedrørende åbenhed om aktiebesiddelser (Clausen og Sørensen 2000) indeholder en komparativ analyse af reglerne om information vedrørende store aktionærer i børsnoterede virksomheder i 11 EU lande samt Island og Norge. Rapporten konkluderer at:

1. De danske ”flagningsregler” (intervaller på 5 %) for børsnoterede selskaber er på niveau med de fleste øvrige lande.
2. Der er relativt få sanktionsmuligheder i Danmark, dvs. at de relevante bødestørrelser er små, og det er sjældent at sanktioner overhovedet benyttes.
3. I Danmark er der modsat mange andre lande en tærskel på 2 % for information vedrørende selskabets handel med egne aktier.
4. Værdipapircentralen er i modsætning til andre nordiske lande lukket for offentligheden.

Fra første oktober 2002 bliver reglerne for insiderhandel strammet kraftigt op i Danmark. Fra da af skal insiderens aktiebeholdning og ændringer i disse offentliggøres i detaljer både kvartalsvist og i årsregnskabet. Insidere bliver i denne forbindelse defineret som ledelse, bestyrelsesmedlemmer og centrale medarbejdere i en virksomhed eller dennes datterselskab og der skal gives besked om størrelsen af og ændringer i egen og familiemedlemmers ejerandele.

På denne baggrund kan det konstateres, at krav om øget information til ejerskab formodentligt ikke vil medføre nogen væsentlig stramning af de danske regler. På den anden side kan man formode, at den stigende fokusering på disse emner vil få myndighederne til at stramme op om implementeringen af disse regler og dermed øge den faktisk givne ejerskabsinformation. Dette vurderes at have positive konsekvenser for aktiviteten på kapitalmarkeder generelt og på aktiviteten indenfor fusioner og venligtsindede overtagelser, mens effekten på antallet af fjendtlige overtagelser er vanskelig at vurdere.

#### 2.2.2 Break-Through regel på 75 %.

Winter-rapporten argumenterer for, at skabelsen af et mere aktivt marked for virksomhedsovertagelser kræver, at en investor der erhverver sig størstedelen af den risikovillige kapital også har mulighed for at kontrollere denne virksomhed. For at opnå dette foreslås en Break-Through regel, der betyder at hvis en investor besidder min. 75 % af aktierne i en virksomhed så skal vedkommende også omgående have absolut kontrol med virksomheden uanset den øvrige kontrolfordeling i virksomheden og uanset eventuelt forskellige aktieklasser.

Rapporten argumenterer for, at en sådan Break-Through regel skal ses som en balance mellem på den ene side nødvendigheden af fortsat at tillade disproportionalitet mellem indkomst- og kontrolrettigheder og på den anden side nødvendigheden af at stimulere aktiviteten på markedet for virksomhedsovertagelser.

En Break-Through regel i forbindelse med virksomhedsovertagelser er et eksempel på, hvordan regulative initiativer til at stimulere det danske og europæiske kapitalmarked kan have direkte konsekvenser for organiseringen og kontrollen med danske og europæiske virksomheder. I det følgende vil vi først diskutere, hvilke effekter en sådan regel vil få for danske virksomheder, givet at der ikke sker nogen organisatoriske ændringer som følge af en implementering af dette initiativ. Dernæst diskuterer vi hvilke reaktioner, der kan komme fra de danske virksomheder.

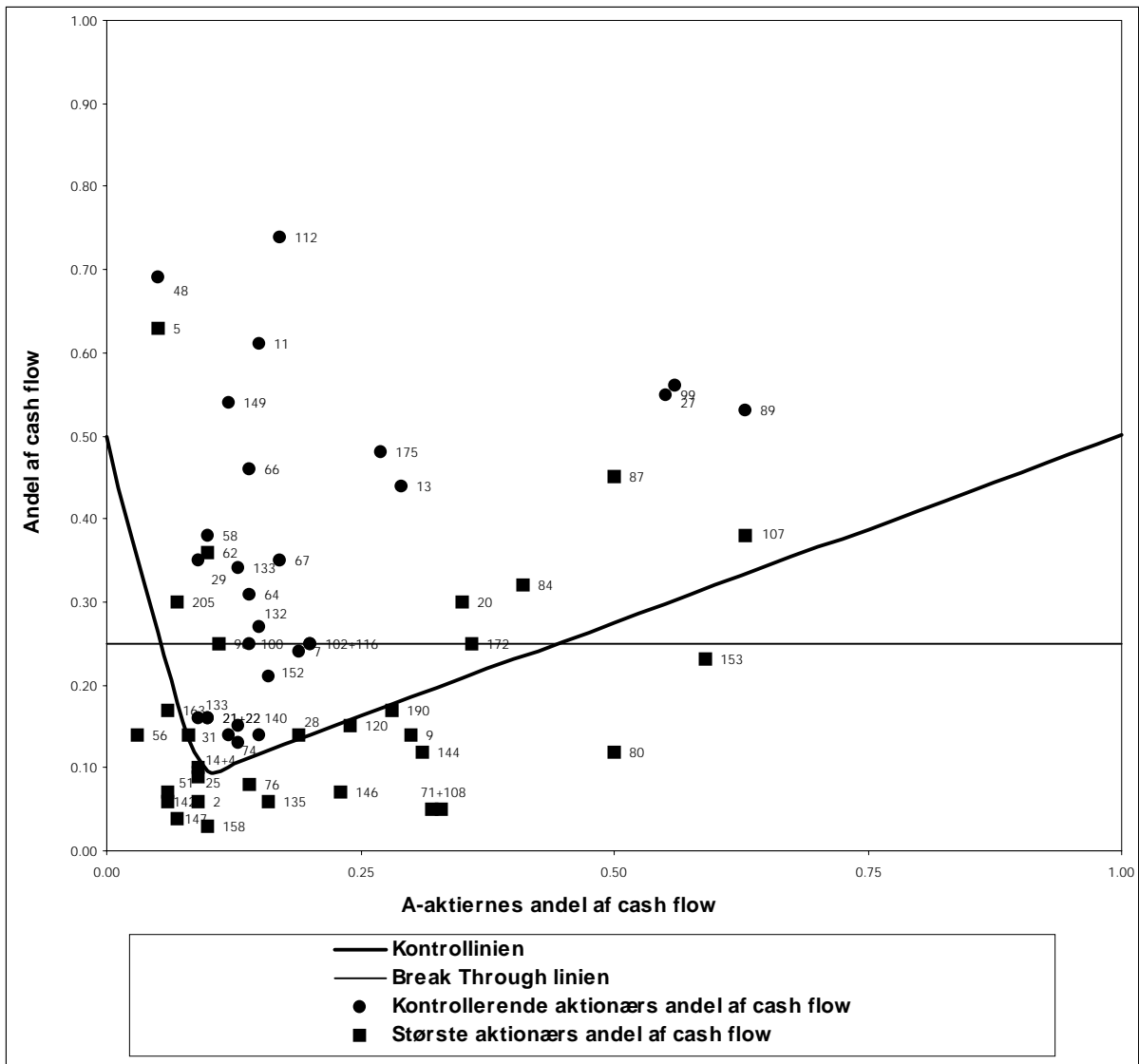
Grundlæggende er det værd at fastslå, at en Break-Through regel ikke har nogen effekter i virksomheder med en aktieklasser, hvilket er tilfældet for 2/3 af de børsnoterede virksomheder i Danmark. Den følgende analyse koncentrerer sig derfor om effekterne for den tredjedel af de danske børsnoterede virksomheder, der har flere aktieklasser.<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> En tilsvarende analyse af hvilke europæiske virksomheder som påvirkes af en Break-Through regel findes i Bennesen & Nielsen (2002).



**Figur 5, Den største aktionærs andel af cash flow i danske børsnoterede virksomheder med flere aktieklasser**



Kilde: Egne beregninger baseret på Greens.

Anm.: I figuren er kun virksomheder med flere aktieklasser og hvor stemmeforholdet mellem A- og B-aktier er 10 til 1 medtaget. Vi deler virksomhederne op i to grupper; dem med en kontrollerende aktionær, hvor den største ejere har mindst 50 procent af stemmerne og dem hvor den største aktionær har under 50 procent af stemmerne. Vi markerer de to grupper i diagrammet med henholdsvis en prik og en firkant. Kontrollinien angiver den andel af cash flow, man som minimum skal besidde, for at have kontrol med virksomheden under forudsætning af, at man udelukkende ejer de stemmetunge A-aktier.

For at analysere disse effekter er det brugbart at tage udgangspunkt i figur 1 og 2, som vi har replikeret i figur 5 og 6 med tilføjelsen af en linje, der angiver den mindst mulige andel af virksomhedernes risikobærende kapital, som det er nødvendigt at besidde, hvis en ejer eller en

gruppe af ejere skal have absolut kontrol med virksomheden, dvs. mindst 50 % af stemmerne. Vi kalder denne linje for kontrollinjen.

Fra Figur 5 ses det, at hvis der kun er en aktieklasser, skal en kontrollerende ejer internalisere mindst 50 % af aktiemassen. En stigende andel af A-aktier fører til, at en kontrollerende ejer kan nøjes med at have relativt få (A-) aktier og stadig have absolut kontrol. Når A-aktierne udgør ca. 10 % af det samlede cash flow kan der opnås fuld kontrol med virksomheden med under 10 % af aktiemassen sfa. A-aktiernes relative stemmevægt. En større andel af A-aktier betyder herefter, at det er nødvendigt at internalisere stadig mere af den risikovillige kapital og når der kun er B-aktier i virksomheden kræver fuld kontrol igen, at en ejer har mindst 50 % af aktiemassen.

Figur 5 analyserer, hvor meget den største aktionær i alle danske børsnoterede virksomheder med flere aktieklasser besidder af virksomhedens cash flow. Vi opdeler de 70 virksomheder i dem, hvor der findes en kontrollerende aktionær (dvs. hvor den største aktionær ejer mindst halvdelen af stemmerne) og dem hvor der ikke findes en kontrollerende aktionær. Figuren viser således både om den største aktionær har absolut kontrol (mere end 50 % af stemmerne inklusiv stemmer fra B-aktierne) og hvor stor en del af aktiemassen der besiddes.

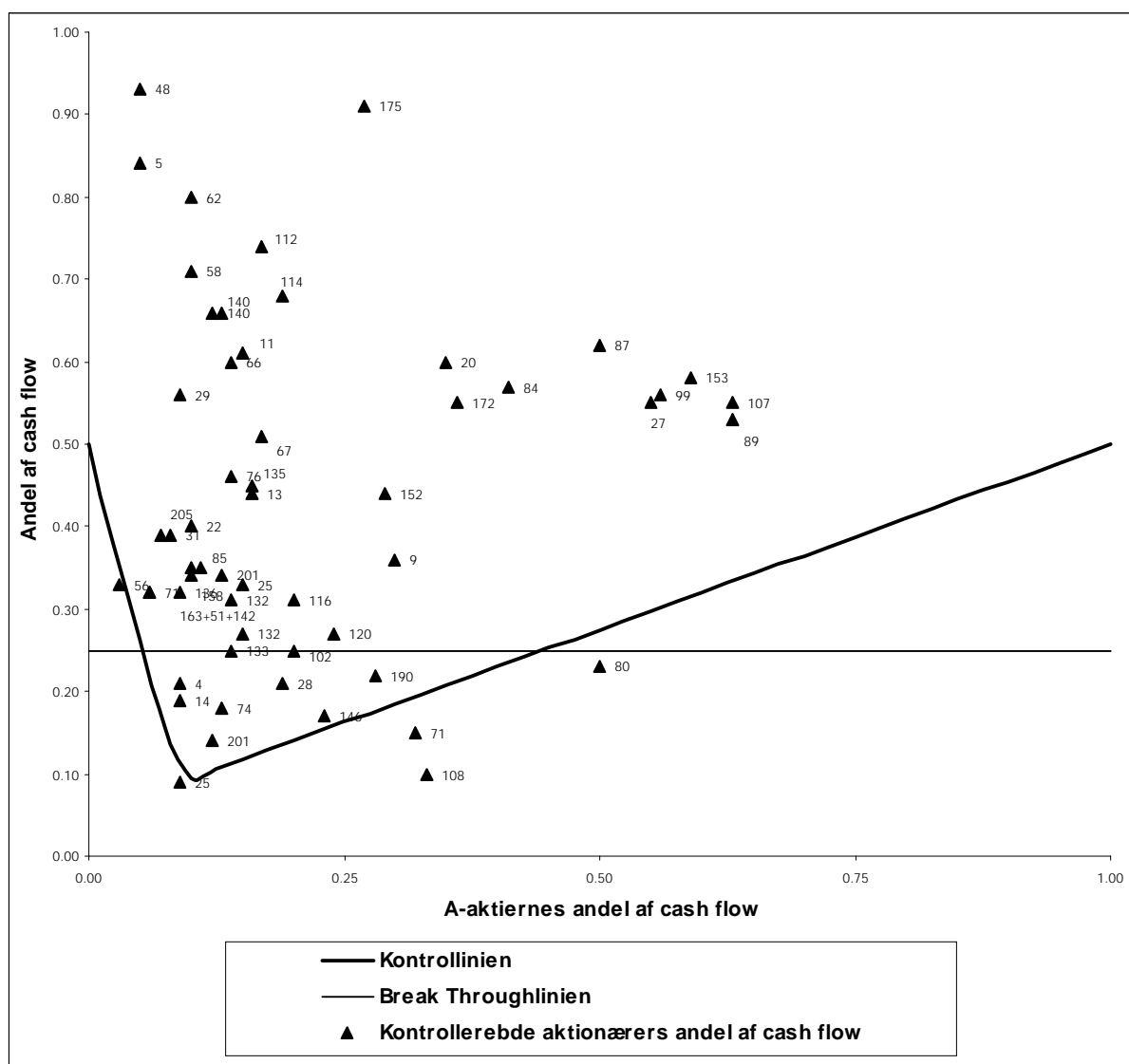
Det ses at en række virksomheder (f.eks. nr. 21 Brdr. A&O Johansen, 133 Novozymes, 166 Sjælsø Gruppen) har en ejer, der har helt eller næsten kontrol over virksomheden, men som har væsentligt mindre end halvdelen af aktiemassen.

Den vandrette linje ved 25 % viser effekten af den foreslåede Break-Through regel. Af figuren fremgår det, at der er tre grupper af virksomheder med hensyn til de direkte effekter af Break-Through reglen. For den første gruppe af virksomheder, der ligger over både kontrollinjen og Break-Through linjen, vil der ikke være nogen direkte effekt på kontrolfordelingen af Break-Through reglen. I disse virksomheder er der en enkelt ejer, der både har stemmemajoritet og besidder mere end 25 % af aktiemassen. Eksempler på disse virksomheder er nr. 112, Luxor, og 99, Julius Koch.

Den anden gruppe af virksomheder er dem, der ligger under Break-Through linjen men over kontrollinjen. For denne gruppe har indførslen af en Break-Through regel betydelige direkte

effekter. En række virksomheder (såsom nr. 133, Novozymes, og nr. 166 Sjælsø Gruppen) ligger på eller over kontrollinjen men under Break-Through linjen. For disse virksomheder gælder det, at den kontrollerende ejer mister sin absolutte kontrol over virksomheden ved reglens indførelse. Disse ejere har i dag stemmemajoritet i virksomheden, men besidder mindre end 25 % af aktiemassen. En evt. fjendtlig overtagelse vil derfor i teorien kunne lade sig gennemføre ved at opkøbe resten af aktiemassen i virksomheden.

**Figur 6, De kontrollerende aktionærers andel af aktiemassen i danske børsnoterede virksomheder med flere aktieklasser**



Kilde: Egne beregninger baseret på Greens

Anm.: I figuren er kun virksomheder med flere aktieklasser og hvor stemmeforholdet mellem A- og B-aktier er 10 til 1 medtaget. For hver virksomhed summerer andelen af cash flow for de aktionærer, som har mere end 5 procent af stemmerne. Vi kalder denne gruppe af aktionærer for de kontrollerende aktionærer. Kontrollinjen angiver den andel af

cash flow, som man som minimum skal besidde for at have kontrol med virksomheden under forudsætning af, at man udelukkende ejer de stemmetunge A-aktier.

Den tredje gruppe af virksomheder ligger under såvel Break-Through reglen som kontrollinjen. Eksempler herpå er nr. 80, Gyldendal, hvor B-aktierne ikke har stemmeret og nr. 9, Ambu International. Den kontrollerende aktionær i disse virksomheder har ikke stemmemajoritet og derfor ikke absolut kontrol. Dette udelukker dog ikke, at vedkommende reelt har absolut kontrol gennem eksplicite eller implicite aftaler med andre kontrollerende aktionærer. For at vurdere hvor stort et tab af kontrol der sker i virksomheder i denne gruppe, er det nødvendigt at se på hele gruppen af kontrollerende aktionærer. Dette er gjort i figur 6, som er baseret på figur 2 ovenfor.

Af denne figur fremgår det, at nr. 80 Gyldendal stadig ligger under Break-Through linjen, dvs. at for de kontrollerende A-aktionærer i Gyldendal vil en indførelse af Break-Through reglen betyde et tab af kontrol. Omvendt ser vi, at nr. 9 (Ambu International) nu ligger over Break-Through linjen, dvs. at det ikke vil være muligt at overtage denne virksomhed uden at inddrage en eller flere af de kontrollerende aktionærer.

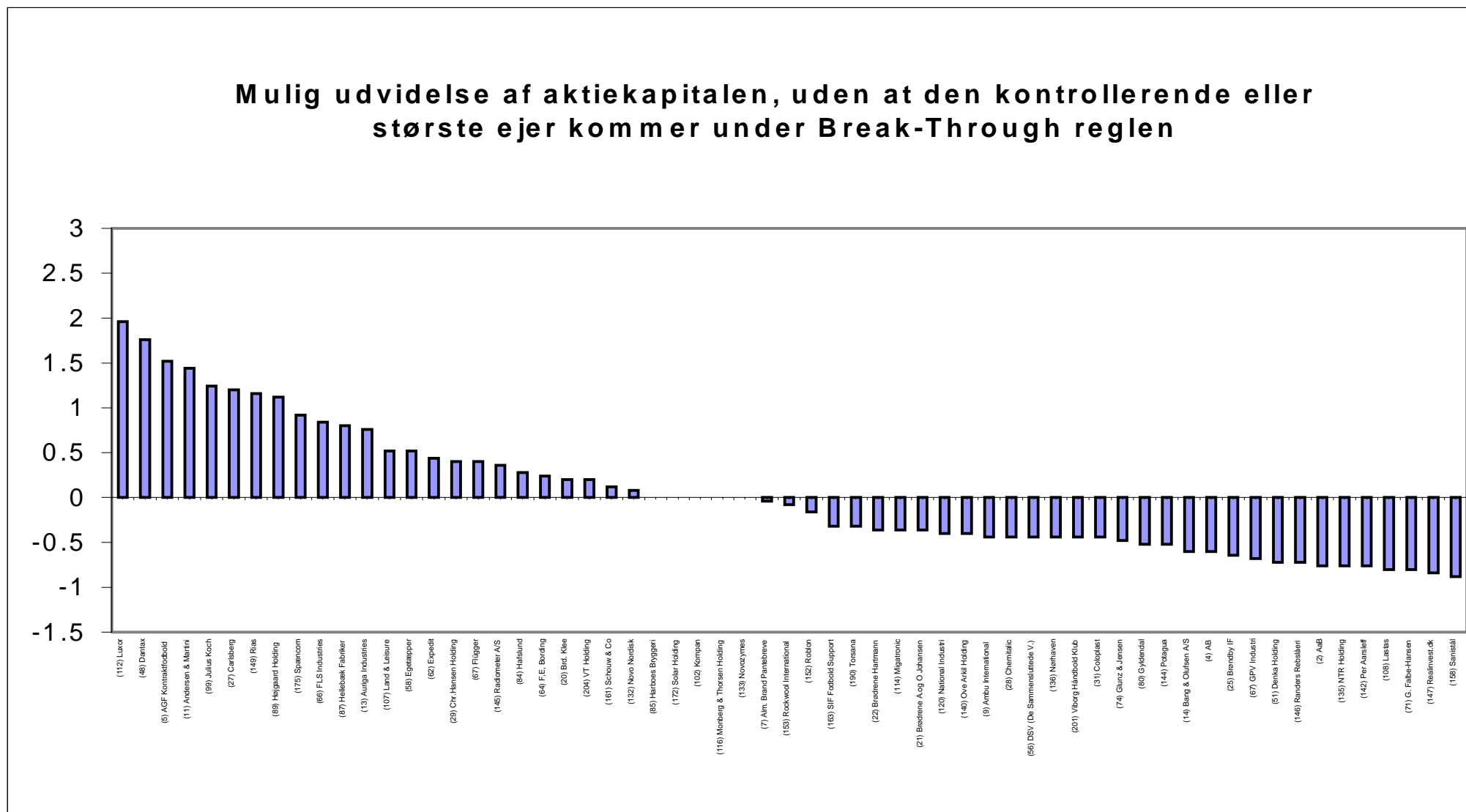
Det fremgår af figuren, at der stadig er en betydelig gruppe af virksomheder, der ligger i eller tæt på arealet mellem Break-Through linjen og kontrollinjen. For alle disse virksomheder gælder det således, at der umiddelbart vil ske et tab af kontrol ved reglens indførelse.

Endelig skal det bemærkes, at de to A.P. Møller selskaber D/S Svendborg og D/S af 1912 som ikke kan indplaceres i figur 5 og 6, idet B-aktierne er uden stemmerettigheder, tilhører gruppen af virksomheder, som placerer sig over både Break-Through og kontrollinjen. A. P. Møllers familiefonde ejer nemlig henholdsvis 58 og 54 procent af cash flow svarende til henholdsvis 62 og 56 procent af stemmerne i de to selskaber.<sup>11</sup>

---

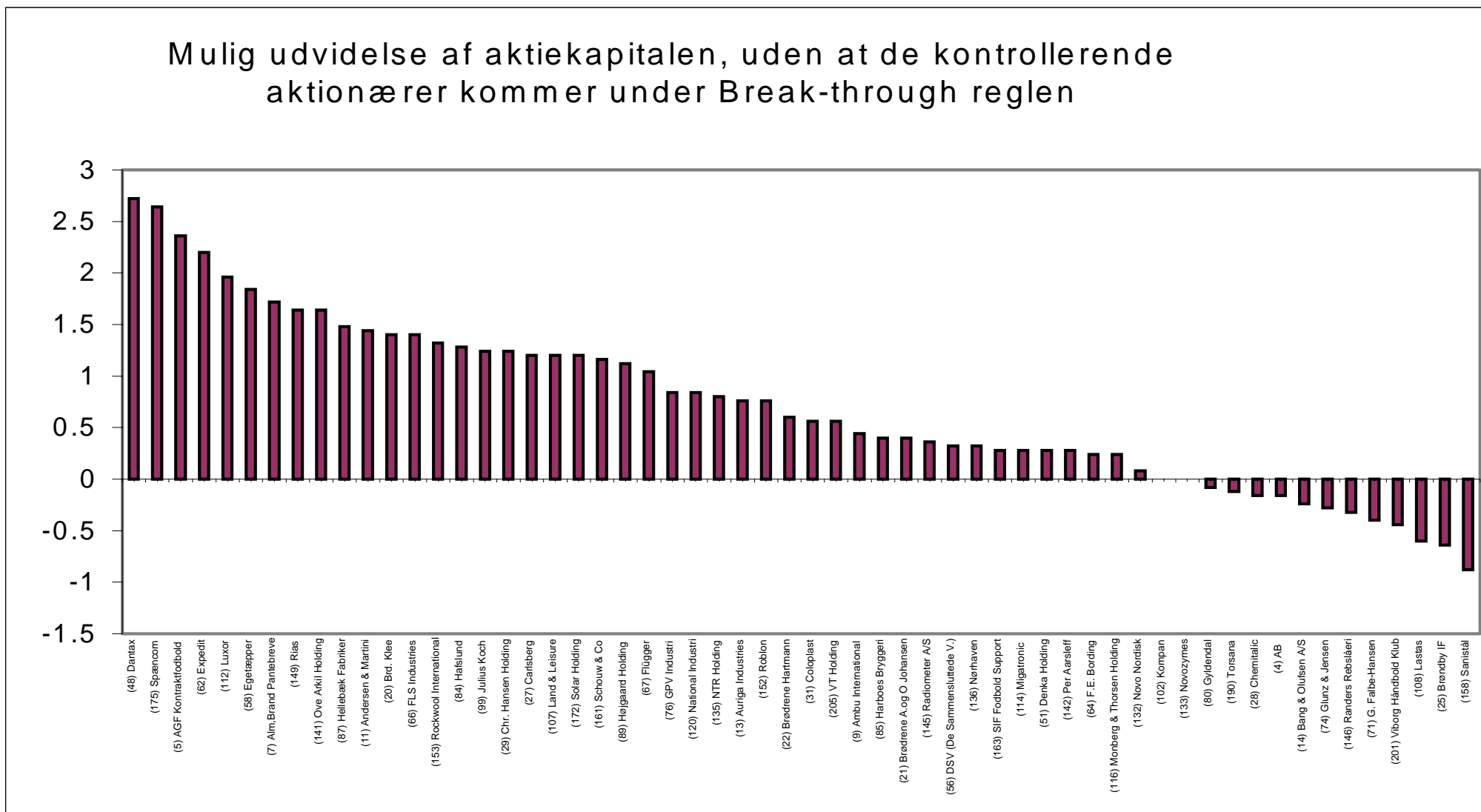
<sup>11</sup> Børsen, 6. juni 2002.

Figur 7, Mulig udvidelse af aktiekapitalen, uden at den kontrollerende eller største ejer kommer under Break- Through reglen



Kilde: Egne beregninger baseret på Greens

Figur 8, Mulig udvidelse af aktiekapitalen uden at de kontrollerende aktionærer kommer under Break-Through reglen



Kilde: Egne beregninger baseret på Greens.

Et andet interessant spørgsmål vedrørende effekten af en Break-Through regel er, om det påvirker virksomheders mulighed for ekspansion finansieret via en udvidelse af aktiekapitalen. Man kan forestille sig, at kontrollerende aktionærer vil være tilbageholdende med at udvide aktiemassen, hvis det betyder, at deres egen andel af cash flow bliver mindre end 25 % og de dermed bliver mere sårbare overfor et fjendtligt opkøb. Vi har i figur 7 og 8 beregnet, hvor relevant denne problemstilling er.

I figur 7 har vi afbilledet, hvor stor en del af aktiemassen den største aktionær i virksomheder med flere aktieklasser kan afhænde uden at komme under Break-Through linjen. Virksomheder med en positiv søjle ligger således over Break-Through linjen i figur 5 og virksomheder med en negativ søjle ligger under Break-Through linjen. Figur 8, der er baseret på figur 6, viser de tilsvarende størrelser for hele gruppen af kontrollerende aktionærer, hvilket igen vil være relevant, hvis det formodes at der er implicite kontrakter, der beskytter denne gruppe mod fjendtlige overtagelser foretaget af udefrakommende investorer.

For virksomheder med en positiv søjle viser figurerne, hvor meget disse virksomheder vil kunne udvide aktiemassen med ny fremmedkapital uden, at den kontrollerende aktionær eller gruppen af kontrollerende aktionærer opgiver kontrol efter indførslen af en Break-Through regel. For virksomheder med en negativ søjle viser figurerne, hvor meget aktiekapital den kontrollerende aktionær eller gruppen af kontrollerende aktionærer skal opkøbe, for at Break-Through reglen ikke vil kunne realiseres ved et evt. fjendtligt opkøb.

Fra figur 7 observeres det, at f.eks. Luxor næsten kan fordoble sin nuværende aktiemasse uden at den kontrollerende ejer vil opgive kontrol i forbindelse med en Break-Through regel, selv hvis hele denne aktieudvidelse sælges til en ekstern investor. Omvendt kan virksomheder som Novo Nordisk, Novozymes, Monberg & Thorsen Holding, Kompan og Harboes Bryggeri ikke udvide aktiemassen uden, at det fører til et tab af kontrol, såfremt den kontrollerende ejer ikke køber en proportional andel af de nye aktier. Endeligt er der i over halvdelen af virksomhederne ingen stor ejer, som har den absolut kontrol før en evt. kapitaludvidelse via aktiesalg. For dem er det relevant at kigge på hele gruppen af kontrollerende aktionærer.

Figur 8 viser den tilsvarende analyse for gruppen af kontrollerende aktionærer samlet. Det ses, at godt halvdelen af alle de børsnoterede virksomheder med flere aktieklasser kan foretage betydelige ekspansioner af aktiemassen uden at komme i konflikt med Break-Through reglen, selv hvis alle nye aktier bliver afhændet til udefrakommende investorer. Det fremgår af analysen, at der kun er en

lille håndfuld virksomheder, der vil risikere at få en ændret kontrolstruktur ved en evt. kapitaludvidelse, hvis alle nuværende aktionærer med mere end 5 % af stemmerne kan forenes.

Analysen viser opsummerende, at en Break-Through regel vil have betydelige konsekvenser for en række danske børsnoterede virksomheder. Fra figurerne ovenfor fremgår det, at det umiddelbart vil påvirke kontrolstrukturen i op mod 40 selskaber (svarende til 19% af de børsnoterede virksomheder). Det er værd at understrege, at det er i overensstemmelse med hensigten i Winter-rapporten, nemlig at det skal være vanskeligere at benytte forskellige aktieklasser som værn mod fjendtlige overtagelser. Det vurderes endvidere at en Break-Through regel generelt ikke vil påvirke virksomhedernes mulighed for at finansiere fremtidig ekspansion via kapitalmarkedet. Der kan dog være enkelte virksomheder, der vil få en ændret kontrolstruktur hvis aktiemassen udvides.

Break-Through reglen har som nævnt kun en effekt overfor virksomheder, der benytter sig af flere aktieklasser. Denne type organisering benyttes ikke lige ofte i forskellige lande. Det er meget udbredt i f.eks. Danmark og Sverige, mens det er mindre udbredt i lande som Holland, Frankrig, Spanien og Italien. Dette forklarer tildels hvorfor Break-Through reglen har medført stærke reaktioner i Danmark, f.eks. udtaler Dansk Industri at ”Danske selskabers værn mod hostile takeovers er inddelingen i A- og B-aktionærer. I andre EU-lande som Tyskland og Frankrig har selskaberne indrettet sig anderledes således, at afskaffelse af aktieklasserne kun vil ramme danske selskaber.” (Lene Nielsen, DI i Børsen 1998).

Selvom Break-Through reglen ikke er en generel fjernelse af muligheden for A- og B-aktier, er det ikke korrekt, at virksomheder i andre lande ikke berøres. I det hidtil mest omfattende studie af A- og B-aktier har Tatiana Nenova analyseret 661 virksomheder i 18 lande (inklusive EU landene Danmark, Finland, Sverige, Tyskland, Storbritanien, Frankrig og Italien), der alle har flere aktieklasser. Direkte berørt af en Break-Through regel bliver således store europæiske virksomheder som Volkswagen i Tyskland og Wallenberg-gruppen i Sverige. Alligevel er det korrekt, at en relativ stor del af danske børsnoterede virksomheder har koncentreret kontrolstrukturen ved at organisere sig med flere aktieklasser og det kan formodes, at der i Danmark, Sverige og Finland vil være en relativ stor effekt af en Break-Through regel.

Hvilke erhvervs- og samfundsøkonomiske konsekvenser vil denne regel medføre? Det kommer i væsentlig grad an på hvordan de berørte virksomheder reagerer. Et muligt scenarie som også er den grundlæggende idé i Winter-rapporten, er at det bliver nemmere at overtage europæiske virksomheder. Som gennemgået i Afsnit 2.1 vil dette have to implikationer: For det første en større



fokus på værdiskabelsen i virksomhederne, hvilket kan føre til en højere værdifastsættelse af virksomhederne og dertil hørende positive effekter på erhvervsudviklingen i Danmark og EU. For det andet vil det gøre det mere attraktivt at investere på kapitalmarkedet i Danmark og dermed sænke virksomhedernes kapitalomkostninger ved at benytte Fondsbørsen. Det ville teoretisk set kunne være med til at vende den ovenfor beskrevne negative trend, der foregår på Københavns Fondsbørs.

Et andet mere realistisk scenarie er, at de kontrollerende virksomhedsejere ikke er villige til at acceptere det tab af kontrol, der kommer for nogen virksomheder ved indførslen af en Break-Through regel. Der er således en række mulige og forventelige reaktioner som berørte virksomheder kan implementere:

1. A-aktionærerne vil forøge deres andel af aktiemassen til 25 %.
2. De kan implementere andre forsvar mod fjendtlige overtagelser. Der er en hel række af mulige forsvar, der stadig vil kunne benyttes, se eksempler i Winter-rapportens appendiks 4. En oplagt kandidat er at indgå aktionæraftaler med store B-aktionærer eller med andre A-aktionærer.
3. De opgiver A- og B-aktiesystemet, men reorganiserer ejerstrukturen i pyramidestrukturer. Pyramidestrukturer og flere aktieklasser er begge lige velegnet til at opnå en koncentreret kontrolstruktur i virksomheden.
4. For en del internationalt fokuserede virksomheder kan det være en mulighed at lade sig notere udenfor EU for at bibeholde den koncentrerede kontrolstruktur.
5. For store gamle virksomheder, der ikke har et stort behov for at få tilført kapital via fondsbørsen, kan det også være attraktivt at lade sig afnotere og fortsætte som et ikke-noteret selskab.
6. De kontrollerende ejere vil gå til domstolene for som minimum at få tildelt kompensation for tab af kontrol efter indførelsen af en Break-Through regel.<sup>12</sup>

Det er klart, at sådanne reaktioner vil begrænse de positive effekter fra et mere aktivt marked for virksomhedsovertagelse i Danmark. På den anden side er det nok vanskeligt at undgå disse forsvar, idet det ville kræve et gennemgribende opgør med den koncentrerede ejerskabsstruktur i Danmark og Europa, f.eks. ved at forbyde forskellige aktieklasser, pyramidestrukturer og krydsejerskab, og et sådant opgør er der ikke belæg for i hverken økonomisk teori eller i empiriske studier.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Spørgsmålet om kompensation er udeladt i denne analyse. Alligevel er det værd at gøre opmærksom på, at Figur 6-9 kan bruges til at estimere hvor mange virksomheder, der reelt lider et kontroltab ved indførslen af en Break-Through regel, hvilket kan ses, som en nødvendig betingelse for kompensation kan være relevant.

<sup>13</sup> Det skal dog bemærkes at de empiriske studiers fravær skyldes mangel på fortilfælde.

2.2.3 Forholdsmæssig beslutningsprocedure udenom bestyrelsen i virksomheder der er udsat for overtagelsestilbud.

Winter rapporten anbefaler:

*”After announcement of the bid, the board of the offeree company should not be permitted to take actions frustrating a takeover bid on the basis of a general meeting authorisation given prior to the bid. Only when a bid is actually announced and the shareholders can really assess all relevant information, can they in fairness be asked to decide whether this takeover bid should be frustrated by the board or not.” (p.6).*

*“After announcement of the bid, any authorisation by the general meeting of shareholders to take actions frustrating the bid should be given by a majority of votes exercised by the holder of the proportionate majority of the risk-bearing capital of the company.”(p.7).*

Udgangspunktet for dette forslag er, at der i et fjendtligt overtagelsesforsøg er tendens til at opstå væsentlige interessekonflikter mellem en børsnoteret virksomheds ledelse og ejere (se oversigt af empiriske studier i Shleifer og Vishny 1997 eller Burkart 1999). Dette skyldes blandt andet at en succesfuld fjendtlig overtagelse ofte har negative konsekvenser for den siddende ledelse, der ofte bliver fyret og efterfølgende kan have vanskeligt ved at finde sammenlignelige jobs (Agrawal og Walkling 1994).

Ledelsen kan derfor have stærke personlige interesser i at forpurre et fjendtligt overtagelsesforsøg. Det kan være vanskeligt at påvise ledelsens motiver for at modarbejde et givent overtagelsesforsøg, men der er studier, der indirekte påviser, at de kan være styret af egeninteresser. Det er f.eks. påvist, at modstanden fra en ledelse er mindre, hvis ledelsen står til at få en større finansiel gevinst ved overtagelsen, ligesom en hurtig og klar fordeling af poster til den fusionerede eller overtagne topledelse og kompensation til fratrædende ledelsesmedlemmer er et afgørende kriterium for en succesfuld virksomhedsovertagelse.

Det er på denne baggrund troligt, at en ledelse der kan forsvare sig mod et fjendtligt overtagelsesforsøg uden ejernes eksplicitte støtte, kan misbruge denne magt til at foretage handlinger, der ikke er i (alle) ejernes interesse. Derfor vil det være i ejernes interesse at have eksplicit beslutningskompetence i forbindelse med organiseringen af et forsvar mod en fjendtlig overtagelse. Dette kan være relevant for en række forsvarshandlinger, som f.eks. opkøb af egne

aktier, aktiekonverteringer, restrukturering og frasalg i forbindelse med et givent overtagelsesforsøg og tilføjelser til aktionæroverenskomster.

Et modargument mod dette forslag er, at det vil være vanskeligt og omkostningsfuldt for aktionærene at deltage direkte i disse forhandlinger. Dette argument er muligvis relevant i forbindelse med den daglige monitorering af ledelsen, men næppe relevant i den ekstraordinære situation, hvor der finder et fjendtligt overtagelsesforsøg sted og hvor det er aktionærernes samlede investering, der er på spil.

Før vi vurderer de direkte konsekvenser af dette forslag, er det værd at påpege, at det er uklart, hvordan det vil blive implementeret i praksis. Hvis forslaget skal tages bogstaveligt, betyder det at bestyrelsen og ledelsen kun skal fungere som informationskanal og ekspertrådgivning for aktionærene i tilfælde af overtagelsesforsøg. Samtidigt betyder forslaget om indførelse af proportionalitetsprincippet ved afstemninger om fjendtlige overtagelser, at A- og B-aktiesystemet sættes ud af kraft i dette tilfælde. Det vurderes at en bogstavelig version af dette forslag ikke vil være politisk muligt at implementere. F.eks. kan man forestille sig situationer, hvor virksomheder bliver udsat for overtagelsesforsøg, hvis primære formål er at påvirke kontrolstrukturen i den angrebne virksomhed, selvom der måske er en meget lille chance for at selve overtagelsen vil blive succesfuldt.

Konsekvenserne af en mere modereret udgave af dette forslag for den enkelte virksomhed afhænger af ejerskabsstrukturen.

#### **1. Virksomheder med spredt ejerskab og en aktieklasse.**

For disse virksomheder vil forslaget betyde, at der i en fjendtlig overtagelses situation føres beslutningskompetence fra ledelsen til ejerne. Virksomheder med spredt ejerskab og en aktieklasse vil således formodentligt blive mere sårbare for overtagelse, da det vil blive vanskeligere at organisere et effektivt forsvar. I Danmark er der relativt få virksomheder af denne type virksomheder, men et eksempel er Danske Bank. For denne type virksomheder vil de institutionelle investorer blive meget centralt placeret i en overtagelsessituation, da de ofte sidder med en meget stor andel af cash flowet og derfor vil få afgørende indflydelse på udfaldet af et fjendtligt overtagelsesforsøg.

## 2. Virksomheder med koncentreret ejerskab og en aktieklasse.

Det kan forventes, at forslaget vil have begrænsede effekter for denne type af virksomheder. Der vil typisk være en eller flere store ejere, der kontrollerer virksomheden og som både har stemmemajoritet og besidder majoriteten af aktiemassen. Det må formodes, at den daglige ledelse og bestyrelsen i høj grad arbejder i disse ejeres interesser. Det vil sige, at når den organiserer et forsvar mod et evt. fjendtligt overtagelsesforsøg, vil det blive implementeret i overensstemmelse med de kontrollerende ejeres interesser også uden dette forslags gennemførelse. Ikke-kontrollerende aktionærs situation vil heller ikke blive påvirket af forslaget, da de vil have begrænset indflydelse også efter at aktionær-princippet er indført. Af appendikset fremgår det, at der er relativt mange af denne type virksomheder på den danske fondsbørs.

## 3. Virksomheder med koncentreret ejerskab og flere aktieklasser.

Forslaget vil hvis det gennemføres i en form, der reelt ophæver aktieklasserne have betydelige konsekvenser for denne gruppe af virksomheder. Igen må det formodes, at ledelsen generelt arbejder i de kontrollerende aktionærs interesse, men forslaget vil betyde, at grupper af ikke-kontrollerende aktionærer med en stor andel af aktiemassen vil få afgørende indflydelse på udfaldet af et fjendtligt overtagelsesforsøg. Det vil betyde at især de institutionelle investorer, der typisk har relativ lille beholdning af A-aktier, men en stor beholdning af B-aktier vil blive meget centrale for udfaldet af et overtagelsesforsøg.

Det vil være forventeligt for denne gruppe af virksomheder at se en reaktion på en evt. indførelse af et sådan forslag. I princippet kan de benytte sig af de samme fem muligheder, som blev analyseret under Break-Through reglen, men i praksis vil det for en del virksomheders kontrollerende aktionærer være praktisk umuligt at øge deres andelen af cash flow med op imod 50 %, hvilket vil være nødvendigt for at beholde kontrollen også i forbindelse med et overtagelsesforsøg.

Opsummerende kan det konstateres, at hvis dette forslag tages bogstaveligt vil det få betydelige konsekvenser for en stor del af de danske børsnoterede virksomheder. Der er dog to ting, der formodentligt vil reducere disse effekter: For det første er forslagets formulering uklar, så det kan formodes, at en implementeret version af dette forslag vil være mindre radikalt. For det andet kan det forventes, at mange danske børsnoterede virksomheder vil reorganisere sig på en måde så ledelsen og kontrollerende aktionærer undgår at opgive reel kontrol med organiseringen af et forsvar mod et evt. fjendtligt overtagelsesforsøg.

De samfundsøkonomiske effekter afhænger således af A) hvor radikalt en implementeret version af dette forslag bliver og B) hvilke reaktioner der kommer hos virksomhederne i gruppe 1 og 3 ovenfor. Det vurderes dog at en evt. implementering af dette forslag på en måde, der reelt ophæver aktieklassedelingen og bestyrelsens nuværende indflydelse ved et fjendtligt overtagelsesforsøg, vil øge incitamenterne markant til at opkøbe virksomheder og dermed have en positiv indflydelse på aktiviteten på markedet for virksomhedsovertagelser. Samtidigt vil et sådan forslag styrke de institutionelle investorers position i de danske børsnoterede virksomheder.

# LITTERATURLISTE

Agrawal, A. & R.A. Walkling (1994), *Executive Careers and Compensation Surrounding Takeoverbids*, Journal of Finance, 49: 985-1014

Barca, F. & M. Becht (1999), *Ownership and Control: A European Perspective*, Manuscript, Free University of Brussels.

Bechmann, K.L. & R.A. Johannes (2000), *A Regulation of Bids for Dual Class Shares. Implication: Two Shares - One Price*, Working paper.

Bennedsen, M. (1999), *Ubeskyttede Aktionærer*, Kronik i Politikken d. 15.03.99

Bennedsen, M., M. Fosgerau & D. Woolfenzon (2002), *Control dilution, distribution of ownership and performance of closely held corporations*, CEBR Discussion Paper.

Bennedsen, M. & K. Nielsen (2001), *Kontrolallokering og Ejerskabsfordeling i Unoterede Danske Virksomheder*. Nationaløkonomisk Tidsskrift, 2001-3.

Bennedsen, M. & K. Nielsen (2002), *The Impact of a Break-Through Rule on European Firms*, CEBR Discussion Paper 2002-10.

Berglöf E. (2002), *Accept the Second-Best And Don't Shoot The Pianist – Corporate governance Reform and Large Shareholders*, Working paper, Stockholm School of Economics

Berglöf, E. & E.L. von Thadden (1999), *The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries*, Working paper, Stockholm School of Economics and CEPR

Bjørn, N.H. & T. Hovard (2001), *Betydningen af fondsejerskab og udenlandsk ejerskab i dansk erhvervsliv*, Working paper 2001:2., DØR.

Brealey, R.A. & S.C. Myers (2000), *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill, 6th edition, New York, 2000.

Burkart, M. (1999), *Economics of Takeover Regulation*, Working paper, Stockholm School of Economics.

Boston Consulting Group (2002), *Crossing Borders, European Mergers and Acquisitions*, September 2000.

Børsen (online), *Aktie-direktiv bekymrer DI*, Artikel nr. 39510 fra mandag d. 23.03.1998.

Børsen (online), *Information værner mod fjendtlig overtagelse*, Artikel nr. 281220 fra onsdag d. 03.11.1999.

Børsen (online), *APM ind i kamp for A-aktier*, artikel nr. 844983 fra torsdag d. 06.06.2002.

Børsen (online), *Flere afnoteringer på Fondsbørsen*, Artikel nr. 846760 fra mandag d. 10.06.2002.

Christensen, J.S. (2001), *Hvorledes kan corporate governance- debatten bidrage til udviklingen af dansk selskabsret*, NTS 2001:3.

Clausen N.J. & K.E. Sørensen, (2000), *Ekspertundersøgelse vedrørende åbenhed om aktiebesiddelser*.

Danish Shareholder Association (2000): *Guidelines on good management of a listed company*, offentliggjort 29.02.2000 på [www.shareholders.dk](http://www.shareholders.dk).

Det Økonomiske Råd (1999), *Dansk Økonomi Forår 1999 (vismandsrapport)*.

Erhvervs-, Finans-, Skatte-, og Økonomiministeriet (1999), *Debatoplæg om aktivt ejerskab*, København, 1999.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen (2001), *International udvikling – En diskriptiv analyse af udvalgte Corporate Governance-initiativer*, København, 2001.

Erhvervs- og selskabsstyrelsen (1998), *Undersøgelse af de 50 største danske virksomheders vedtægter*, internt notat.

Financial Times, insidertrack s. 14, London, d. 05.01.2002.

Franks, J.R. & C. Mayer (1996), *Hostile Takeovers and the correction of Managerial Failure*, Journal of Financial Economics, 1996, s. 163-181.

Hansen, J. L. (1999), *Det rustrøde Europa*, Berlingske Tidende, Erhverv d. 08.04.1999.

Hansen, J.L. (2001), *Åbenhed om ejerskab*, Berlingske Tidende, Erhverv d. 15.01.2001.

Jensen, M.C. (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, American Economic Review, 1986, 21-48.

Jensen, M.C. (1988), *Takeovers: Their Causes and Consequences*, Journal of Economic Perspectives, 2: 21-48.

Jensen, M.C. (1993), *The Modern Industrial Revolution, and the Failure of Internal Control Systems*, Journal of Finance, 48: 831-880.

Jensen, M.C. (2002), *Should the EU Adopt the Winter Group Proposals?*, Presentation at the ECGI 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, d. 31.05.02.

Jensen, M.C. & W.H. Meckling (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, 3: 305-360.

Johnson, D.J. & N.L. Meade (1996), *Shareholder Wealth Effects of Poison Pills in the Presence of Anti-takeover Amendments*, Journal of Applied Business Research.

Konkurrencestyrelsen (2002), *Konkurrenceredegørelse 2002*, København, 2002.

Kumar, K., R. Rajan & L. Zingales (1999), *What Determines Firm Size?*, University of Chicago Graduate School of Business, Working paper.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny (1998), *Law and Finance*. Journal of Political Economy 106, 1113-1155.



- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer (1999), *Corporate ownership around the world*. Journal of Finance 54, 471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer & R. Vishny (2000), *Investor Protection and Corporate Governance*, Journal of Financial Economics (2000).
- LaPorta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer & R. Vishny (1997), *Legal Determinants of External Finance*, Journal of Finance Vol. VII No.3: 1131-1150.
- Mahoney, J.M. & C. Sundaramurthy (1995), *Differential Impact on Stockholder Wealth of Various Antitakeover Provisions*, Federal Reserve Bank New York – Research Papers .
- Nenova, T. (2000), *The value of corporate votes and control benefits: A cross-contry analysis*. Harvard University, Econ. Working paper.
- Neuman, R. og T. Voetman (1999), *Does ownership matter?* CBS Working paper.
- Nolan, D. (2000), *Capital Structure and Takeover Defence*, Working paper.
- Nørby Johansen, L., J. Lindegaard, W. Schmidt og M. Øvlisen (2001), *Nørby-udvalgets rapport om Corporate Governance i Danmark – anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark*.
- OECD (1999), *Principles of Corporate Governance* (1999).
- Rose, C. (2002), *Corporate Financial Performance And The Use Of Takeover Defences*, CBS Working paper.
- Shleifer, A. & L.H. Summers (1988), *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in Auerbach, Alan J. (ed.) *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago University Press, Chicago, 1988.
- Shleifer, A. & R. Vishny (1997), *A Survey of Corporate Governance*. Journal of Finance, 52: 737-783.
- Stulz, R.M., R.A. Walkling & M.H. Song (1990), *The Distribution of Target Ownership and*

*the Division of Gains in Successful Takeovers*, Journal of Finance s. 817-833.

The Economist (1998), Section: Business, Finance and Science; BUSINESS; s. 76, *Do mergers Work?*, d. 17.12.1988.

Thomsen, S (1996), *Foundation Ownership and Economic Performance*, Corporate Governance, Vol. 4 no. 4, October 1996.

Thomsen, S. & C. Rose (2002), *Foundation ownership and financial performance Do companies need owners*, CBS Working paper.

Thomsen, S., T. Pedersen, & J. Strandkov (2002), *Ejerskab og Indflydelse i Dansk Erhvervsliv*, 2. Manuskript (2002).

Verdensbanken (1999), The Worldbank Group - Finance, Private Sector and infra structure Network, *Receiving the Market for Corporate Control*. Public Policy for the Private Sector, note no. 191 (September 1999).

Van der Kam (2001), *The Implications of Investor Protection: Denmark and the Netherlands*, CBS Hovedopgave.

Walkling, R. (1985), A. *Predicting Tender Offer Success: A Logistic Analysis*. Journal of financial and quantitative Analysis, 20: 461-478.

Winter-rapporten (2002), (af Winter, J., J.S. Christensen, G. Garrido, J. Maria, K.J. Hopt, J. Rickford, R. Guido & J. Simon), *Report Of The High Level Group Of Company Law Experts On Issues Related To Takeover Bids*, Bruxelles, 2002.

Winter, J., A. Lamfalussy, C.Herkströter, L.A. Rojo, B. Ryden, L. Spaventa, N. Walter og N. Wicks (2001), *Final Report Of The Committee Of Wise Men On The Regulation Of European Securities Markets*, Bruxelles, 2001.

Zingales L. (1999), *Legal Systems and Financial Development*, GSB manuscripts.

# Appendix 1

## Kommisorie for samfundsøkonomisk analyse af anbefalingerne i ”Report of the high level group of company law experts on issues related to takeover bids”. (Winter-rapporten).

### Del 1:

Rapporten identificerer to grundlæggende principper: *proportionalitetsprincippet*, dvs. at der skal være et lige forhold mellem den grad af økonomiske risici og den reelle kontrol en given investor har, og *aktionær-princippet*, dvs. at de ultimative beslutningstagere skal være aktieejerne, som præmis for selskabsretslige initiativer i EU. Der kan argumenteres for at disse to principper ikke er konsekvent gennemført i Danmark, f.eks. fordi proportionalitets princippet er tilsidesat i virksomheder med A&B-aktier eller med stemmeretsrestriktioner.

1.1 Analysen skal vurdere i hvilken grad disse to principper er gennemført i Danmark.

Analysen skal med udgangspunkt i disse to principper vurdere de samfundsmæssige fordele og ulemper ved øget beskyttelse af aktionærer og andre investorer gennem nye selskabsretslige initiativer i Danmark. Dette inkluderer at,

- 1.2 Vurdere hvor veldefinerede proportionalitets- og aktionær-principperne er som udgangspunkt for selskabsretslige initiativer.
- 1.3 Vurdere sammenhængen mellem disse to principper og øget beskyttelse af aktionærer og andre investorer i virksomheder.
- 1.4 Vurdere hvad de samfundsøkonomiske fordele og ulemper er ved øget beskyttelse af forskellige grupper af investorer, f.eks. kontrollerende aktionærer, ikke-kontrollerende aktionærer og øvrige investorer.
- 1.5 Vurdere specifikt, hvorledes øget beskyttelse af investorer vil påvirke,
  - 1.5.1 Omsætningen på kapitalmarkedet i Danmark.
  - 1.5.2 Ledelsen af selskaber i Danmark.
  - 1.5.3 Brede erhvervsøkonomisk udvikling i Danmark.

### Del 2:

Rapporten indeholder en række konkrete anbefalinger til selskabsretslige initiativer til at gøre det nemmere at overtage andre virksomheder i medlemslandene. Del 2 af analysen skal vurdere de samfundsøkonomiske effekter af disse initiativer:

2.1 De samfundsøkonomiske konsekvenser af et friere marked for overtagelser i Danmark.

2.2 De samfundsøkonomiske konsekvenser af følgende specifikke initiativer,

- 2.2.1. Øget offentliggørelse af ejerskabs- og kontrol fordeling i danske selskaber.
- 2.2.2. Break-Through regel. Rapporten foreslår en 75 pct. regel i hele EU, dvs at hvis en ejer erhverver sig 75 pct. af aktierne i en virksomhed (uanset forskelle i aktieklasser) så skal denne ejer også have absolut kontrol over virksomheden.
- 2.2.3. Forholdsmæssig beslutningsprocedure udenom bestyrelsen i virksomheder der er udsat for overtagelsestilbud. Kommissionen foreslår at bestyrelsers indflydelse på hvordan virksomheder skal forholde sig til fremsatte overtagelsestilbud skal reduceres kraftigt og at det i stedet er aktionærkredsen der skal tage stilling.

For hele rapporten gælder det at der skal indrages relevante empiriske undersøgelser med kobling til de analyser og konklusioner der foretages, såfremt sådanne analyser eksisterer. Rapporten skal skrives på dansk.

## Appendix 2

Nr	Navn	Note- ring	Forholdet mellem A- og B-aktier (stemme- forholdet)	Forholdet mellem A- og B-aktier (kapital- forholdet) i %	Ejerskabsforde- ling i %	Stemmeforde- ling i %	Pyramidekonstruktioner i %	Stemmebegrænsninger	Omsættelighedsb- egrænsninger (*)
1	2M Invest		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	15/6/6/6	15/6/6/6	(H):0 (S):6 (I.I.):15/6/6 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
2	AaB	B	Ikke oplyst	9 vs 91	6/5/5/2(ea)/4	10/8/7/2(ea)/5	(H):5(8) (S): 6(10)/5(7) (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
3	Aarhus Oliefabrik		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	30/16/10/5/4(ea)	30/16/10/5/4(ea)	(H):0 (S):4 (I.I.):30/16/10/5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
4	AB	B	Ikke oplyst	9 vs 91	10/6/7/>5/9(ea)	51/6/4/>5/9(ea)	(H):6(6) (S):10(51)/7(4) (I.I.):5(5) (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
5	AGF Kontraktfodbold	B	ikke oplyst	5 vs 95	-/63/-	14/43/7	(H):0 (S):14(14)/63(43) (I.I.):7(7) (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
6	Alm. Brand		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	50/11/7/2(ea)	50/11/7/2(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):11/50/7 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
7	Alm. Brand Pantebreve	B	10 til 1	19 vs 81	24/11,0	72/-	(H):0 (S):0 (I.I.):24(72)/11 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
8	Amagerbanken		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	16/6/5	16/6/5	(H):6 (S):0 (I.I.):16/5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
9	Ambu International	B	ikke oplyst	30 vs 70	11/6/14/11/11	3/2/28/27/27	(H):0 (S):11(3) (I.I.):6(2) (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
10	Amtssparekassen Fyn		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	37/2(ea)	37/2(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):37	Ikke oplyst	ikke oplyst
11	Andersen & Martini	B	ikke oplyst	15 vs 85	12/10/61/10	//85/-	(H):0 (S):12/10 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
12	Asgaard Development		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	94/-	94/-	(H):94 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
13	Auriga Industries	B	10 til 1	29 vs 71	44/13/10/4(ea)	85/4/3/-	(H):0 (S):0 (I.I.):44/13(4)/10(3) (F):44(85)	Ikke oplyst	A-aktier ikke belånes eller afhændes
14	Bang & Olufsen	B	10 til 1	9 vs 91	10/9/7(ea)/-	16/5/-	(H):0 (S):0 (I.I.):10(16)/9(5) (F):0	Ikke oplyst	A-aktier er ikke omsætningspapirer
15	Bavarian Nordic		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	24/7/11/13/9/6	24/7/11/13/9/6	(H):0 (S):24/7/6 (I.I.):13/11/9 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst

16	BHJ		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	5/10/26/7(ea)/19/19	5/10/26/7(ea)/19/19	(H):0 (S):0 (I.I.):5/10 (F):26	Ikke oplyst	ikke oplyst
17	Bioscan		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	28/5/3,0	28/5/3,0	(H):0 (S):28/5 (I.I.):3 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
18	Bodilsen Holding		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	16/14/5/5(ea)/17/7/8	16/14/5/5(ea)/17/7/8	(H):5 (S):0 (I.I.):16/14/5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
19	Bonusbanken		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	29/8/5/1/3(ea)/3	29/8/5/1/3(ea)/3	(H):29 (S):5 (I.I.):8/3 (F):1	Hver aktionær har én stemme uanset antallet af aktier	ikke oplyst
20	Brd. Klee	B	10 til 1	35 vs 65	30/30/10(ea)	44/44/-	(H):0 (S):30(44)/30(44) (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	A-aktier er ikke omsætningspapirer
21	Brdr. A & O Johansen	Præf.	Ikke oplyst	ikke oplyst	10/14/11/4/10(ea)	52/7/6/-	(H):10 (S):0 (I.I.):14/11/4 (F):0	Ikke oplyst	Stamaktierne er ikke frit omsættelige
22	Brdr. Hartmann	B	10 til 1	10 vs 90	16/13/11/9/3(ea)/>5	60/6/5/4/1(ea)/-	(H):0 (S):0 (I.I.):13(6)/11(5)/9(4) (F):16(60)	Ikke oplyst	ikke oplyst
23	Britannia Invest		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	30/25/25/8	30/25/25/8	(H):0 (S):0 (I.I.):30/25/25/8 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
24	Bryggerigruppen		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	14/10/7/5/5/2(ea)	14/10/7/5/5/2(ea)	(H):5 (S):0 (I.I.):14/10/7/5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
25	Brøndby IF	B	10 til 1	9 vs 91	60/9/9/5/1(ea)	_/51/-/3/-	(H):0 (S):5(3) (I.I.):60/9 (F):9(51)	Ikke oplyst	ikke oplyst
26	Capinordic A/S		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	8/16/10/	8/16/10/	(H):0 (S):8 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
27	Carlsberg A/S	A,B	10 til 1	55 vs 45	55/5/1/1/1(ea)	80/1/1/-	(H):0 (S):0 (I.I.):5(1)/1(1)/1 (F):55(80)	Ikke oplyst	ikke oplyst
28	Chemitalic	B	10 til 1	19 vs 81	14/7/10/10/5/7/6	47/24/-/1/3/-	(H):14(47) (S):10 (I.I.):7(24) (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
29	Chr. Hansen Holding	B	10 til 1	9 vs 91	35/11/10	64/6/6	(H):35(64) (S):0 (I.I.):11(6)/10(6) (F):0	Ikke oplyst	A-aktier er ikke frit omsættelige
30	Codan A/S		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	72/11	72/11	(H):72 (S):0 (I.I.):11 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
31	Coloplast	B	10 til 1	8 vs 92	9/7/2(ea)/2/7/23	14/4/-/1/31/14	(H):0 (S):0 (I.I.):7(4)/2(1) (F):9(14)	Ikke oplyst	Indskrænkninger i A-aktiers omsættelighed
32	Color Print		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	44/14/8/9(ea)	44/14/8/9(ea)	(H):44 (S):0 (I.I.):14/8 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
33	Columbus IT Partner		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	53/9/6/5/4	53/9/6/5/4	(H):53 (S):0 (I.I.):6/5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst

34	Consenta Holding		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	59/10(ea)/19	59/10(ea)/19	(H):0 (S):0 (I.I.):19 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
35	Credit Innovation		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	7/38/	7/38/	(H):0 (S):7 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
36	D/S 1912	A,B	A-aktie = stemme	50 vs 50	ikke oplyst Børsen: 54	ikke oplyst Børsen: 56	Ikke oplyst Børsen: (F): 54(56)	B-aktier er stemmeløse	ikke oplyst
37	D/S Norden		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	28/9/10(ea)/12	28/9/10(ea)/12	(H):28 (S):9 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
38	D/S Orion		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	85/10	85/10	(H):85 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
39	D/S Svendborg	A,B	A-aktie = stemme	50 vs 50	ikke oplyst Børsen: 58	ikke oplyst Børsen: 62	Ikke oplyst Børsen: (F): 58(62)	Giver én stemme, når aktionæren i mindst tre måneder før generalforsamlingen har været noteret som ejer. (kun A-aktier)	ikke oplyst
40	D/S Torm		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	28/17/6/5(ea)	28/17/6/5(ea)	(H):0 (S):28 (I.I.):17 (F):6	Ikke oplyst	ikke oplyst
41	Dan-Ejendomme Holding		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	17/12/12/12/12/12/6/1 0(ea)	17/12/12/12/12/12/ 6/10(ea)	(H):0 (S):6 (I.I.):17/12/12/12/12 (F):0	Efter 4 måneders notering kan stemme udnyttes	ikke oplyst
42	Danionics		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	8/12/10/8	8/12/10/8	(H):0 (S):0 (I.I.):8/12/9/8 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
43	Danisco		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	9,5/5/6/1/7(ea)	9,5/5/6/1/7(ea)	(H):5 (S):0 (I.I.):10/6/1 (F):0	Ingen aktionær kan udøve stemmeret for et aktiebeløb på mere end 7,5 % af aktiekapitalen	ikke oplyst
44	Dansk Industri Invest		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	49/38/4(ea)	49/38/4(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):49/38 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
45	Dansk Kapitalanlæg		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	18/14/13/10/9/9/8/5/6/ ea)	18/14/13/10/9/9/8/5/ /6(ea)	(H):13/10 (S):9 (I.I.):18/14/9/8/5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
46	Danske Bank A/S		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	15/5/8/5/2/1/1/7/4(ea)	15/5/8/5/2/1/1/7/4( ea)	(H):0 (S):8 (I.I.):15/5/5/2/1/1 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
47	Danske Trælast		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	32/5/9/5/5/2(ea)	32/5/9/5/5/2(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):32/6/9/5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
48	Dantax	B	10 til 1	5 vs 95	69/13/2(ea)/11	69/13/2(ea)/11	(H):69(69) (S):13(13) (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
49	DanTruck-Heden		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	35/35/11/6	35/35/11/6	(H):6 (S):11 (I.I.):35/35 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
50	Danware		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	5/5/16/16/16/12	5/5/16/16/16/12	(H):5 (S):0 (I.I.):5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst

51	Denka Holding	B	10 til 1	6 vs 94	21/9/5/5(ea)/8/9/7/5	_/5/-/-/4/5/27/26	(H):0 (S):21 (I.I.):9/5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
52	DFDS		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	56(F):100))9/6(ea)	56/9/6(ea)	(H):56 (S):0 (I.I.):9 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
53	DiskontoBanken		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	2(ea)/7/>5	2(ea)/7/>5	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Aktiebeløb på 100-200 = 1 stemme, 300-500 = 2 stemmer, 600-1000 giver 3 stemmer. Dernæst 1 stemme pr. påbegyndt 1000. Max 100stem./aktionær.	ikke oplyst
54	Djurslands Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	>5	>5	(H):0 (S):0 (I.I.):5 (F):0	Aktiebeløb på 100-500 = 1 stemme, 600-1000 = 2 stemmer, 1100-2000 = 3 stemmer, 2100 - 4000 = 4 stemmer, 4100 - 8000 = 5 stemmer og 8100 og derover = 6 stemmer (max). Dog mulighed for yderligere 6 stemmer ved fuldmagt	ikke oplyst
55	DLH	B	ikke oplyst	ikke oplyst	28/11/9/9/7	64/6/5/5/3	(H):0 (S): 9 (I.I.):0 (F):35	Ikke oplyst	ikke oplyst
56	DSV	B	10 til 1	3 vs 97	14/11/7/6/5/4(ea)	10/9/5/5/-/6(ea)	(H):7(5) (S):0 (I.I.):14(10)/11(9)/6(5)/5 (F):0	Ikke oplyst	A-aktier ikke oms. og indskrænkninger af B-aktiernes oms.
57	EDB Gruppen		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	57/8/3(ea)	57/8/3(ea)	(H):0 (S):57 (I.I.):8 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
58	Egetæpper	B	ikke oplyst	10 vs 90	38/18/15/4/2/7(ea)/7	67/9/8/2/1/-/4	(H):0 (S):0 (I.I.):15(8)/4(2)/2(1) (F):38(67)/18(9)	Ikke oplyst	A-aktier er ikke omsætningspapirer
59	Egnsbank Han Herred		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	49/2,3(ea)	49/2,3(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):49	Ikke oplyst	ikke oplyst
60	Energy Solutions International		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	9/13/13/>5	9/13/13/>5	(H):0 (S):0 (I.I.):9 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
61	EuroCom Industries		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	60/6/5/2(ea)	60/6/5/2(ea)	(H):6 (S):60 (I.I.):5 (F):0	Ikke oplyst	Indskrænkninger i omsætteligheden
62	Expedit	B	10 til 1	10 vs 90	36/14/20/10	39/34/11/5	(H):0 (S):36(39)/14(34) (I.I.):20(11)/10(5) (F):0	Ikke oplyst	Indskrænkninger i A-aktiers omsættelighed
63	F. Junckers Industrier		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	19/15/11/1(ea)/10	19/15/11/1(ea)/10	(H):0 (S):0 (I.I.):19/15/11 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
64	F.E. Bording	B	10 til 1	14 vs 86	31/6/6	61/-/-	(H):31(61) (S):0 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst

65	First Investment Partner		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	15/15/16	15/15/16	(H):15 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
66	FLS Industries	A,B	10 til 1	14 vs 86	46/14/5/3(ea)/1	63/7/2/1(ea)/1	(H):46(63)/5(2) (S):0 (I.I.):14(7)/1(1) (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
67	Flügger	B	10 til 1	17 vs 83	35/11/8/10(ea)/15	76/5/3/-/6	(H):35(76) (S):0 (I.I.):11(6)/8(3) (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
68	FORAS Holding		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	22/11/9/7/5/2(ea)	22/11/9/7/5/2(ea)	(H):0 (S):9/7 (I.I.):22/11/5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
69	Forstædernes Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	2(ea)	2(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Maximum 1/1000 af aktiekapital	ikke oplyst
70	Funki		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	16/14/12/5(ea)	16/14/12/5(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):16/14/11 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
71	G. Falbe-Hansen	B,C	10 til 1 (forholdet mellem A- og C-aktier). B-aktier giver ingen stemmer	32 (A) vs 53(C) vs 15(B)	>5/10/7/9(ea)	>50/11/2/-	(H):10(11) (S):7(2) (I.I.):0 (F):>5(>50)	Efter 3 måneders notering giver et aktiebeløb på 250 kr. stemmeret (Andel afhængig af om A- eller C-aktie)	ikke oplyst
72	Gabriel Holding		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	31/25/8/9(ea)	31/25/8/9(ea)	(H):0 (S):31/25/8 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
73	Genmab		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	32/3/6/5/4/5	32/3/6/5/4/5	(H):4 (S):32 (I.I.):3/6/5/4/5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
74	Glunz & Jensen	B	ikke oplyst	13 vs 87	13/20/10/3/4(ea)/5/<5	60/9/4/1/-/22/7	(H):0 (S):0 (I.I.):20(9)/10(4)/3(1) (F):13(60)	Ikke oplyst	ikke oplyst
75	GN Store Nord		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	9/5/4(ea)/1	9/5/4(ea)/1	(H):0 (S):0 (I.I.):9/5/1 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
76	GPV Industri	A,B	10 til 1	14 vs 86	14/16/8/4/5/8	11/11/5/3/2/32	(H):0 (S):0 (I.I.):14(11)/16(11)/8(5)/4(3)/5(2) (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
77	Greentech Energy Systems		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	46/	46/	(H):46 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
78	Group 4 Falck		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	20/7/7/6/5/3	20/7/7/6/5/3	(H):20 (S):0 (I.I.):7/7/6/5/3 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
79	Grønlandsbanken		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	37/14/13	37/14/13	(H):0 (S):0 (I.I.):37/14 (F):13	Ikke oplyst	ikke oplyst
80	Gyldendal	A,B	B-aktier giver ingen stemmeret	50 vs 50	32/12/14/11/8/9(ea)	_/10/-/7/-/-	(H):14 (S):0 (I.I.):12(10)/8 (F):32	B-aktier giver ingen stemmeret	ikke oplyst
81	H+H International	B	10 til 1	21 vs 79	9/9/6/6/6/7(ea)/13/4/5/4/2	26/3/2/2/2/-/7/13/13/6/17	(H):6 (S): (I.I.):9/6/6 (F):9(26)	Ikke oplyst	A-aktier er ikke frit omsættelige



82	Haandværkerbanken		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	7/5(ea)	7/5(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):7 (F):0	1 stemme for hver 100 kr. Dog max. afgive 45 stemmer.	ikke oplyst
83	Hadsten Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	4(ea)	4(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Efter 3 måneders notering giver et aktiebeløb på 100-600 1 stemme, 600-1400 2 stemmer, 1400-3000 3 stemmer, 3000-4600 4 stemmer, 4600 til 6000 5 stemmer. Hver 2000 kr. giver 1 stemme. Max. 10 stemmer.	ikke oplyst
84	Hafslund	A,B	ikke oplyst	41 vs 59	32/12/9/4/2(ea)	40/20/12/8/-	(H):0 (S):32(40)/4(2) (I.I.):12(20) (F):9(12)	Ikke oplyst	ikke oplyst
85	Harboes Bryggeri	B	10 til 1	11 vs 89	25/3/4/10(ea)/>5/>5	25/3/4/10(ea)/>5/>5	(H):0 (S):25(25)/10(10) (I.I.):3(3)/4(4) (F):0	Ikke oplyst	Aktier er ikke omsætningspapirer.
86	Hedegaard		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	22/15/10/9/5	22/15/10/9/5	(H):0 (S):22/5 (I.I.):15/10/9 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
87	Hellebæk Fabrikker	B, stam	10 til 1	50 vs 50	45/5(ea)/5/12	45/5(ea)/5/12	(H):0 (S):45(45) (I.I.):5(5) (F):0	Efter 3 måneders notering kan stemmer benyttes	ikke oplyst
88	Hvidbjerg Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	6/	6/	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Efter 1 måneds notering har hver aktionær 1 stemme. Som fuldmægtig kan yderligere 2 afgives	ikke oplyst
89	Højgaard Holding	A,B	ikke oplyst	63 vs 37	53/7/2(ea)	73/4/2(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):7(4) (F):53(73)	Ikke oplyst	ikke oplyst
90	I.P.F.	A,B	ikke oplyst	ikke oplyst	45/30	45/30	(H):45 (S):30 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
91	IC Companys		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	39/15/11/2(ea)	39/15/11/2(ea)	(H):0 (S):2 (I.I.):39/15/11 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
92	i-data international		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	39/5/3/3/2	39/5/3/3/2	(H):0 (S):5 (I.I.):39/3/3/2 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
93	Incentive		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	29/12/7/7/2(ea)	29/12/7/7/2(ea)	(H):29 (S):0 (I.I.):12/7/7 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
94	Inv. Selsk. af 30.4.92	B	10 til 1	38 vs 62	97/	99/	(H):97(99) (S):0 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	A-aktier er ikke omsætningspapirer
95	ISS	A,B	ikke oplyst	ikke oplyst	10/12/0,7	10/10/0,7	(H):0 (S):0 (I.I.):10/12/1 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
96	ITH Industri Invest		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	22/10/5/10(ea)/5	22/10/5/10(ea)/5	(H):10 (S):0 (I.I.):22/5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst

97	Jensen & Møller Invest		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	33/25/12/5/7(ea)	33/25/12/5/7(ea)	(H):25/12 (S):0 (I.I.):33/5/7 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
98	Jeudan		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	26/27/25/2(ea)	26/27/25/2(ea)	(H):0 (S):26 (I.I.):27/25 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
99	Julius Koch	A,B	10 til 1	56 vs 44	56/10(ea)/5/5/5	93/2(ea)/-/-	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):56(93)	Ikke oplyst	ikke oplyst
100	Jyske Bank A/S		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	10/6/5/5/3/4(ea)	10/6/5/5/3/4(ea)	(H):6 (S):5 (I.I.):10/5/3 (F):0	Aktiebeløb på 20 kr. = 1 stemme. Dog max. 100 stemmer fra samme aktionær	ikke oplyst
101	Keops		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	25/50/13	25/50/13	(H):25/50 (S):0 (I.I.):13 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
102	Kompan	B	ikke oplyst	20 vs 80	25/10/7/5/5/6	73/4/-/-/-/2	(H):25(73) (S):0 (I.I.):10(4)/7/5/5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
103	Korn-og Foderstofkom-pagniet		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	62/5/9(ea)	62/5/9(ea)	(H):0 (S):62 (I.I.):5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
104	Københavns Lufthavne		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	34/8/9/6/5	34/8/9/6/5	(H):0 (S):0 (I.I.):8/9/6/5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
105	Kreditbanken		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	10/9/10/	10/9/10/	(H):0 (S):9 (I.I.):0 (F):10	Ikke oplyst	ikke oplyst
106	Lån og Spar Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	8/9/7/5/10/7/3/5(ea)	8/9/7/5/10/7/3/5(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):9/7/5/10/7/3 (F):8	Ikke oplyst	ikke oplyst
107	Land & Leisure	A,B	1 til 1	63 vs 37	38/12/>5	38/12/>5	(H):0 (S):38(38) (I.I.):12(12)/5(5) (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
108	Lastas	B	10 til 1	33 vs 67	>5/>5	>5/>5	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
109	Lokalbanken i Nordsjælland		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	ikke oplyst	ikke oplyst	Ikke oplyst	Maksimum for egne stemmer 75. Maksimum for fuldmagtsstemmer 75. Stemmeret efter 3 Mdr. notering	ikke oplyst
110	Lollands Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	10/3,6	10/3,6	(H):0 (S):0 (I.I.):10/4 (F):0	Max. stemme for 1% af den samlede aktiekapital	ikke oplyst
111	Lundbeck A/S		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	74/1/2	74/1/2	(H):74 (S):0 (I.I.):1/2 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
112	Luxor	B	10 til 1	17 vs 83	74/3(ea)	90/-	(H):74(90) (S):0 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
113	Maconomy		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	18/13/14/10/8/5/5	18/13/14/10/8/5/5	(H):10 (S):18 (I.I.):13/8/5/5 (F):14	Ikke oplyst	ikke oplyst

114	Migatronik	B	10 til 1	9 vs 81	16/16/12/7/5/9(ea)/8	51/9/-/-/-/-	(H):0 (S):0 (I.I.):16(51)/16(9)/12/7/5 (F):0	Aktiebeløb giver stemme efter 3 måneders notering	ikke oplyst
115	Mols-Linien		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	40/9/7/6/6/1(ea)	40/9/7/6/6/1(ea)	(H):0 (S):40 (I.I.):9/7/6/6 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
116	Monb. & Thor.Hol	B	10 til 1	20 vs 80	25/12/12/3/3/16	74/4/4/1/-/6	(H):0 (S):0 (I.I.):12(4)/12(4)/3 (F):25(74)/3(1)	Aktiebeløb giver stemme efter 3 måneders notering	A-aktier er ikke frit overdragelige
117	Morsø Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	53/10(ea)	53/10/(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):53 (F):0	Aktiebeløb giver stemme efter 3 måneders notering. Dog max 1% af aktiekapitalen	ikke oplyst
118	Møns Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	7/5/	7/5/	(H):0 (S):0 (I.I.):7/5 (F):0	Aktiebeløb på 100-400 = 1 stemme, 500-1000 = 2 stemmer, 1100-2000 = 3, 2100-3000 = 4 stemmer, 3100-4000 = 5 stemmer, 4100-6000 = 6 stemmer, 6100-8000 = 7 Stemmer, 8100-10000 = 8 stemmer, 10100-12000 = 9 stemmer, 12100-over = 10 stemmer.(max)	ikke oplyst
119	National Bank of Greece		ikke oplyst	ikke oplyst	ikke oplyst	ikke oplyst	Ikke oplyst	Ikke oplyst	ikke oplyst
120	National Industri	B	ikke oplyst	24 vs 76	15/20/9/12/9/>5/>5	28/-/3/27/3/-/-	Ikke oplyst	Ikke oplyst	ikke oplyst
121	Navision		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	9/15/15/13/9/9	9/15/15/13/9/9	(H):0 (S):0 (I.I.):9 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
122	NEG Micon		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	24,0/7/7/7	24/7/7	(H):24 (S):0 (I.I.):7/7 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
123	NESA		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	57/22/12	57/22/12	(H):0 (S):12 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
124	NeuroSearch		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	8//2/11	8//2/11	(H):0 (S):0 (I.I.):8/2 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
125	NKT Holding		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	20/13/7/3(ea)	20/13/7/3(ea)	(H):20/3 (S):0 (I.I.):13/7 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
126	Nordea		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	18/	18/	(H):00 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
127	Nordfyns Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	ikke oplyst	ikke oplyst	Ikke oplyst	Aktiebeløb på 100=1 stemme, 200=2, 500=3, 1000=4, 2000=5, 3000=6, 4000=7, 5000=8, 6000=9. Dernæst 1 stemme for hver 2000 yderligere. Max. 20 stemmer	ikke oplyst

128	Nordicom		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	>5/16/9(ea)	>5/16/9(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):5/16 (F):0	2 måneders notering før stemme kan benyttes	ikke oplyst
129	Nordisk Solar Com.	A,B	10 til 1	47 vs 53	29/13/10/6/6/7	53/8/10/4/4/4	(H):29(53) (S):0 (I.I.):13(8)/10(10)/6(4)/6(4) (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
130	Nordjyske Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	4(ea)	4(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
131	Nordvestbank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	6/	6/	(H):0 (S):0 (I.I.):6 (F):0	1 til 5 aktier = 1 stemme, 6 til 10 = 2. Dernæst 10 aktier/stemme. Max. 5 stemmer.	ikke oplyst
132	Novo Nordisk	B	1 til 10	15 vs 85	27/5/2/1/2(ea)	70/2/1/-/-	(H):27(70) (S):0 (I.I.):5(2)/2(1)/1 (F):0	Ikke oplyst	Indskrænkninger i A-aktiernes oms.
133	Novozymes	B	ikke oplyst	14 vs 86	25/7/6/2/2	68/2/-/-/1	(H):25(68) (S):0 (I.I.):7(2)/6/2(1) (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
134	Nowaco		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	53/8/8/3(ea)	53/8/8/3(ea)	(H):53 (S):0 (I.I.):8/8 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
135	NTR Holding	B	10 til 1	16 vs 84	6/22/17/5/4(ea)	32/20/10/3/-	(H):22(20) (S):0 (I.I.):17(10)/5(3) (F):6(32)	Ikke oplyst	ikke oplyst
136	Nørhaven	B	10 til 1	15 vs 85	14/19/11/9/8(ea)/1	50/8/-/4/-/-	(H):14(50) (S):0 (I.I.):19(8)/11/9(4) (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
137	Nørresundby Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	50/2	50/2	(H):0 (S):0 (I.I.):50 (F):0	1-9 aktier her en stemme, 19-20 aktier har 2, 20-39 har 3....500-699 har 10 og 700 og derover har 11	ikke oplyst
138	Obtec		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	50/11/8(ea)	50/11/8(ea)	(H):50 (S):11 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
139	Olicom		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	8/6(ea)	8/6(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):8	Ikke oplyst	ikke oplyst
140	Ove Arkil Holding	B	10 til 1	13 vs 87	15/14/11/6/1(ea)/15/10	7/7/5/3/-/60/5	(H):0 (S):15(7) (I.I.):14(7)/11(5) (F):6(3)	Ikke oplyst	Indskrænkninger i A-aktiers omsættelighed
141	PARKEN Sport & Entertainment		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	25/9/5/5/4/4	25/9/5/5/4/4	(H):9 (S):4/4 (I.I.):25/5 (F):5	Ikke oplyst	ikke oplyst
142	Per Aarsleff	B	10 til 1	6 vs 94	6/13/13/6/5/5/9(ea)	41/9/9/4/4/-/-	(H):0 (S):0 (I.I.):13(9)/13(9)/6(4)/5(4)/5 (F):6(41)	Ikke oplyst	Indskrænkninger i A-aktiers omsættelighed
143	Pharmexa		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	4/7/7/6/6/9	4/7/7/6/6/9	(H):7 (S):0 (I.I.):4/7/6/6 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst

144	Potagua	B	10 til 1	31 vs 69	12/>5/>5/>5	3/-/-	(H):0 (S):0 (I.I.):12(3) (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
145	Radiometer	B	10 til 1	13 vs 87	34/9/4/2	71/4/2/-	(H):0 (S):0 (I.I.):34(71)/9(4)/4(2)/2 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
146	Randers Rebslåeri	B, ord. præf.	10 til 1	A=23 vs B=46 vs C=31	7/7/3/3(ea)/7	25/24/10/6(ea)/2	(H):7(25) (S):3(10) (I.I.):0 (F):7(24)	C-aktier er uden stemmeret	ikke oplyst
147	Realinvest.dk	B	10 til 1	7 vs 93	17/6/	4/-	(H):0 (S):0 (I.I.):17(4) (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
148	Regional Invest Fyn		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	10/9/11/8/15	10/9/11/8/15	(H):0 (S):0 (I.I.):10/9/8 (F):11/15	Ikke oplyst	ikke oplyst
149	Rias	B	10 til 1	12 vs 88	54/10	79/5	(H):54(79) (S):10(5) (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
150	Ringkjøbing Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	10/8/	10/8/	(H):0 (S):0 (I.I.):10/8 (F):0	100 kr. = 1 stemme. Dog max 40 stemmer	ikke oplyst
151	Ringkjøbing Landbobank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	8/9/6/7(ea)	8/9/6/7(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):8/9/6 (F):0	Kan ikke som fuldmægtig få overdraget mere end to stemmer	ikke oplyst
152	Roblon	B	10 til 1	16 vs 84	19/14/4(ea)/21	8/6/-/68	(H):0 (S):0 (I.I.):19(8)/14(6) (F):0	Ikke oplyst	Indskrækninger i A-aktiernes omsættelighed
153	Rockwool International	A,B	10 til 1	59 vs 41	23/5/2/11/5/5/6/8	27/3/-/12/6/5/6/8	(H):0 (S):0 (I.I.):5(3) (F):23(27)	Ikke oplyst	ikke oplyst
154	Roskilde Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	2(ea)	2(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):0	100 kr. = 1 stemme. Dog max 100 stemmer (incl. egne og fuldmagt)	ikke oplyst
155	RTX Telecom		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	9/3/1/7/7/7/7/7/7	9/3/1/7/7/7/7/7/7	(H):9 (S):0 (I.I.):3/1 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
156	Salling Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	15/	15/	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):15	Der kan højst afgives to stemmer på egne og andres vegne)	ikke oplyst
157	Samson Group		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	56/25/5/6	56/25/5/6	(H):56/>5 (S):25 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
158	Sanistål	B	10 til 1	10 vs 90	11/9/7/5/5(ea)/5/5/3/2/2/2	6/5/-/3/-/-/9/29/5/5/5	(H):0 (S):0 (I.I.):11(6)/9(5)/7/5(3) (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
159	SAS		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	21/14/14/8	21/14/14/8	(H):0 (S):0 (I.I.):8 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
160	Satair		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	12/6/5,1	12/6/5,1	(H):0 (S):12 (I.I.):6 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst

161	Schouw & Co.	A,B	10 til 1	ikke oplyst	28/15/11/2(ea)/4	37/28/13/-/-	(H):0 (S):28(37) (I.I.):11(13) (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
162	SDC Dandisc		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	63/19/6	63/19/6	(H):63/19 (S):0 (I.I.):6 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
163	SIF Fodbold Support	B	ikke oplyst	6 vs 94	10/17/>5	10/17/>5	(H):>5 (S):0 (I.I.):17 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
164	SimCorp		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	12/14/7/7	12/14/7/7	(H):7 (S):0 (I.I.):12/14/7 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
165	SIS International		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	71/6/6/5(ea)	71/6/6/5(ea)	(H):71 (S):0 (I.I.):6/6 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
166	Sjælsø Gruppen		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	31/24/5(ea)/4	31/24/5(ea)/4	(H):31 (S):0 (I.I.):24/4 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
167	Skælskør Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	3(ea)	3(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Stemmer kan benyttes 3 mdr. efter notering. 1 stemme= 1000 kr. (max. 175 stemmer)	ikke oplyst
168	Skako		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	89	89	(H):89 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
169	Skandia Gr		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	7/	7/	(H):0 (S):0 (I.I.):7 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
170	Skjern Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	2(ea)	2(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Kan afgive 5 stemmer + evt. 5 yderligere som fuldmægtig	ikke oplyst
171	Small Cap Danmark		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	89/10(ea)	89/10(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):89 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
172	Solar Holding	B	10 til 1	36 vs 64	25/4/11/5/6/4/15/4/3	43/7/3/1/1/7/18/7/7	(H):0 (S):0 (I.I.):11(3)/5(1)/6(1) (F):25(43)/4(7)	Ikke oplyst	Indskrænkninger i A-aktiers omsættelighed
173	Sophus Berendsen		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	95/1(ea)	95/1(ea)	(H):95 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
174	SP Group		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	27/27/17/11/6/7	27/27/17/11/6/7	(H):17 (S):0 (I.I.):27/27/11/6 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
175	Spæncom	A,B	10 til 1	27 vs 73	48/34/9/2(ea)	52/35/5/2(ea)	(H):48(52) (S):34(35) (I.I.):9 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
176	Spar Nord Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	31/3/6(ea)	31/3/6(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):3 (F):31	Der kan højst afgives 1000 stemmer	ikke oplyst
177	Sparbank Vest		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	57	57	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):57	Ikke oplyst	ikke oplyst
178	Sparekassen Faaborg		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	48/4/5(ea)	48/4/5(ea)	(H):? (S):? (I.I.):4 (F):48	Ikke oplyst	ikke oplyst

179	Svendborg Sparekasse		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	76/9(ea)	76/9(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):76	Ikke oplyst	ikke oplyst
180	Sydbank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	13/12/12/5/5/1(ea)	13/12/12/5/5/1(ea)	(H):5 (S):0 (I.I.):13/12/12/5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
181	Søndagsavisen a-s		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	4(ea)/4/50/2	4(ea)/4/50/2	(H):0 (S):0 (I.I.):4 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
182	Tarm Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	3(ea)	3(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
183	TDC A/S		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	42/8/1/1	42/8/1/1	(H):42 (S):0 (I.I.):8/1/1 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
184	Theodor Ejendomsinvest		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	56/31	56/31	(H):56 (S):31 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
185	Thrane & Thrane		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	5/31/20	5/31/20	(H):0 (S):0 (I.I.):5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
186	Tivoli A/S		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	32/25(F:(100))/8	32/25/8	(H):32/25 (S):0 (I.I.):8 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
187	TK Development		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	11/10/11/5	11/10/11/5	(H):0 (S):0 (I.I.):11/10/11/5 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
188	Topdanmark		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	10/8/7/6/5/8(ea)	10/8/7/6/5/8(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):10/8/7/6/5 (F):0	Kan ikke udøve stemmeret der overstiger 25 % af aktiekapitalen	ikke oplyst
189	Topsil Semiconductor Materials		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	50/13/13/11	50/13/13/11	(H):50 (S):0 (I.I.):13/13/11 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
190	Torsana	B	10 til 1	28 vs 72	>5/17/10(ea)	>5/17/10(ea)	(H):>5 (S):0 (I.I.):17 (F):0	Ikke oplyst	ikke oplyst
191	Totalbanken		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	Ikke oplyst	Ikke oplyst	ikke oplyst	Efter tre måneders notering har 100 - 900 kr. aktier én stemme, 1.000 - 1.900 kr. to stemmer, 2.000 - 2.900 kr. tre stemmer og så fremdeles. Maximum tyve stemmer på egne vegne og yderligere tyve stemmer pr. fuldmagt.	Ikke oplyst
192	Tønder Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	Ikke oplyst	Ikke oplyst	ikke oplyst	max. 20 stemmer	Ikke oplyst
193	United Plantation Africa Ltd		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	50	40	(H):50(40) (S):0 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	Ikke oplyst
194	United Plantation Berhad		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	31/10	31/10	(H):31 (S):0 (I.I.):0 (F):10	Ikke oplyst	Ikke oplyst
195	United International Enterprises LTD		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	26/11/10/13	26/11/10/13	(H):26 (S):0 (I.I.):10 (F):11	Ikke oplyst	Ikke oplyst

196	Vejen Træløst		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	34/32/8/5	34/32/8/5	(H):34 (S):32/8 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	Ikke oplyst
197	Vestas Wind Systems		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	10/6/1/	10/6/1/	(H):0 (S):0 (I.I.):10/6/1 (F):0	Ikke oplyst	Ikke oplyst
198	Vestfyns Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	25	25	(H):0 (S):25 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	Ikke oplyst
199	Vestjysk Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	6(F:(100))/2(ea)/5	6/2(ea)/5	(H):0 (S):6 (I.I.):0 (F):0	For hver påbegyndt 1.000 kr. gives én stemme. Ingen kan for sig selv eller ved fuldmagt repræsentere mere end 1 pct. af aktiekapitalen.	Ikke oplyst
200	Vest-Wood		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	95	95	(H):95 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Ikke oplyst	Ikke oplyst
201	Viborg Håndbold Klub	B	Ikke oplyst	12 vs 88	14/14	63/-	(H):0 (S):0 (I.I.):14(63) (F):0	Ikke oplyst	Ikke oplyst
202	Victor International		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	33/29/10(ea)	33/29/10(ea)	(H):33 (S):0 (I.I.):29 (F):0	Ikke oplyst	Ikke oplyst
203	Vinderup Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	44/6(ea)	44/6(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):44 (F):0	Efter tre måneders notering har hver aktionær én stemme uanset antallet af aktier. Som fuldmægtig kan yderligere afgives indtil fire stemmer.	Ikke oplyst
204	Vordingborg Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	3(ea)	3(ea)	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):0	Hvert aktiebeløb op til 600 kr. giver 1 stemme. 3 tkr. 3 stemmer, indtil 6 tkr. 4 stemmer, indtil 9 tkr. 5 stemmer, indtil 12 tkr. 6 stemmer, indtil 15 tkr. 7 stemmer, indtil 18 tkr. 8 stemmer, indtil 21 tkr. 9 stemmer og over 21 tkr. 10 stemmer, hvilket også er maksimum ved fuldmagt.	Ikke oplyst
205	VT Holding	A,B	10 til 1	7 vs 93	30/21/9/6/5	26/-/9/-/-	(H):0 (S):0 (I.I.):30(26)/21/9(9)/6/5 (F):0	Ikke oplyst	Ikke oplyst
206	Wessel & Vett	A	10 til 1	ikke oplyst	27/28/10/6/9	27/28/10/6/9	(H):27 (S):0 (I.I.):28/10/6/9 (F):0	Ikke oplyst	Ikke oplyst
207	Wewers Teglværker		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	45/23/3/3/24	45/23/3/3/24	(H)3: (S):0 (I.I.):0 (F):23	Ikke oplyst	Ikke oplyst
208	William Demant Holding		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	61/1/1/2/4	61/1/1/2/4	(H):1 (S):0 (I.I.):1/2/4 (F):61	Ikke oplyst	Ikke oplyst
209	Østasiatiske Kompagni		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	7/8/6(ea)	7/8/6(ea)	(H):8 (S):0 (I.I.):7 (F):0	Ikke oplyst	Ikke oplyst



210	Østjydsk Bank		Ingen kapitalklasser	Ingen kapitalklasser	4(ea)/3/3	4(ea)/3/3	(H):0 (S):0 (I.I.):0 (F):0	60 kr. - 180 kr. aktier giver én stemme, over 180 kr. - 420 kr. aktier giver to stemmer, over 420 kr. - 900 kr. aktier giver tre stemmer, over 900 kr. - 1.380 kr. aktier giver fire stemmer, over 1.380 kr. - 1.800 kr aktier giver fem stemmer og for hver 600 kr. aktier over 1.800 kr. gives en stemme indtil ti, som er det højeste stemmeantal, en aktionær kan afgive på egne vegne. En aktionær kan med fuldmagt fra andre maksimalt afgive 20 stemmer.	Ikke oplyst
-----	---------------	--	----------------------	----------------------	-----------	-----------	----------------------------	---	-------------

Forkortelser:

(H)=Holdingselskaber, (S)=Selskaber, (I.I.)=Institutionelle Investorer, (F)=Fonde, (ea)=egne aktier

Note:

Personlige- og statsejerskab er ikke medtaget i pyramidekonstruktions-kolonnen. Udenlandske selskaber er medtaget under (S)

Kilde: Greens virksomhedsoplysning ([www.greens.dk](http://www.greens.dk))