CATARINA OLROG
K G RICKHAMRE

Företagskön i det framtida EUROPA

En presentation
av det EG-förslag som förbjuder
de svenska A- och B-aktierna

SNS FÖRLAG

Företagsköp
i det framtida Europa

CATARINA OLROG
K G RICKHAMRE

FÖRETAGSKÖP I DET FRAMTIDA EUROPA

En presentation
av det EG-förslag som förbjuder
de svenska A- och B-aktierna

SNS FÖRLAG

SNS Förlag
Box 5629
114 86 Stockholm
Telefon 08-23 25 20

Företagsköp i det framtida Europa
– en presentation av det EG-förslag
som förbjuder de svenska A- och B-aktierna
Catarina Olrog och KG Rickhamre
1:a upplagan
1:a tryckningen

© 1991 Catarina Olrog, KG Rickhamre och SNS Förlag
Omslag: Rickard Frölich
Tryck: Kristianstads Boktryckeri AB 1992

ISBN 91-7150-437-0

Innehåll

Förord · 7
Inledning · 8

1 Debatten och problemställningen · 1
2 Sverige · 21
3 Bakgrunden till EG-förslaget · 33
4 EG-kommissionens förslag · 45

Inledning till länderkapitel · 58
5 Tyskland · 61
6 Storbritannien · 70
7 Frankrike · 80
8 Nederländerna · 87
9 Italien · 97
10 Belgien · 102
11 USA · 105
12 Japan · 114
13 Danmark · 118
14 Norge · 123
15 Finland · 127

Appendix: Försvarsåtgärder · 130

Litteratur · 133

Register · 138

Förord

Den här boken behandlar i huvudsak EG-kommissionens förslag att förbjuda röstvärdesskillnader på aktier, dvs ändra de förhållanden som råder t ex i Sverige, där vi har en uppdelning i röststarka A-aktier och röstsvaga B-aktier.

Det kan synas vara ett smalt ämne – förbudet regleras i en enda artikel i kommissionens förslag. De flesta böcker som behandlar frågor runt EG famnar om betydligt vidare frågeställningar.

I själva verket har denna framställning också måst vidgas betydligt under resans gång. EG-kommissionens förslag ska ses mot bakgrund av dess arbete med att försöka undanröja så många hinder mot företagsförvärv som möjligt inom den gemensamma marknaden. Vi har strävat efter att belysa frågan i detta dess vidare sammanhang.

Det är vår förhoppning att vi genom denna bok klarare lyckas beskriva EG-kommissionens syfte med förslaget än hittills gjorts i svenska medier. Vi vill också ge ett tillräckligt faktaunderlag för en debatt runt frågor som nu är aktuella att ta ställning till även för svenska beslutsfattare inom näringsliv, organisationer och politiska partier.

Vi vill härmed framföra vårt tack till dem som deltagit vid SNS seminarier i detta ämne, och som hjälpt oss med goda råd och kritiska synpunkter på vårt material.

Stockholm i december 1991

Författarna

Inledning

I EG:s berömda vitbok uttalas bland annat att som ett led i arbetet att förverkliga den inre marknaden ska lagar och regler rörande företagsförvärv harmoniseras inom gemenskapen.

År 1989 presenterade EG-kommissionen ett förslag till direktiv på detta område. Detta det trettonde bolagsdirektivet kallas oftast "take-over"-direktivet.

Direktivförslaget gillades emellertid inte av alla medlemsstater. En del länder skulle, ansåg man, komma att ha kvar en rad skyddsmurar för de företag som inte ville låta sig köpas, medan andra länder skulle öppnas helt och hållet för förvärvslystna köpare.

EG-kommissionens vice ordförande Martin Bangemann har lett det vidare arbetet med att skärpa förslaget ytterligare. I maj 1990 presenterade Bangemann en rad förslag. Han identifierade då två huvudsakliga hinder mot övertaganden och fusioner. Det ena var aktieägares rösträtt och det andra var kontrollen över företagets kapital.[1]

Denna skrift behandlar i huvudsak det första problemet, det vill säga aktieägares rätt att rösta, sett ur svenskt perspektiv. I Sverige gäller frågan skillnaden i rösträtt mellan olika sorters aktier. Kapitalinsatsen skiljs från röstandelen genom vårt system med röststarka A-aktier och röstsvaga B-aktier.

I Martin Bangemanns förslag sägs att andelen kapital ska vara proportionell mot röstandelen, det vill säga en aktie ska ge en röst. Vissa undantag görs, men det nuvarande svenska systemet skulle förbjudas om EG:s förslag blir verklighet.

[1] "EUROPE"/Documents N. 1619, 17/5 1990.

Frågeställningarna runt aktiers röstvärde belastas av tekniska resonemang. Detta är oundvikligt, men vi har strävat efter att göra framställningen så klar som möjligt även för den som tidigare inte har intresserat sig explicit för dessa frågor.

Inte heller EG:s förslag och beslutsgång låter sig beskrivas i en handvändning. Just förslaget om aktiers röstvärden återfinns till exempel inte i det ovan nämnda förslaget till ett trettonde bolagsdirektiv.

Aktiers röstvärden behandlas istället i förslaget till ett femte bolagsdirektiv, som presenterades redan 1972 i en första version. Förslaget har därefter dragits i långbänk på grund av kontroversiella punkter om löntagarinflytande. I sin helhet behandlar det femte direktivförslaget ett aktiebolags organisation.

EG-kommissionen anser att röstvärdesskillnader på aktier kan användas som skydd mot uppköp. Därför har de delar av det femte direktivet som berör dessa frågor aktualiserats i Martin Bangemanns förslag. Vissa förändringar har gjorts jämfört med hur det femte direktivet såg ut tidigare. Bangemann har även gjort ändringar i förslaget till ett trettonde direktiv från 1989 samt i ytterligare ett bolagsdirektiv som redan är antaget.

Syftet är att presentera en paketlösning som alla medlemsländerna kan enas runt. Till sin hjälp har EG-kommissionen haft ett konsultföretag som har studerat förvärvshindren i Europa. Konsulterna har döpt den framtida europeiska marknad där det ska vara lika lätt eller svårt att köpa ett företag överallt oavsett nationalitet till ”a level playing field”. Någon gängse översättning finns inte och vi har valt översättningen en gemensam spelplan.

EG-kommissionens förslag har lämnats till Parlamentet för en första läsning. Vid omröstning sommaren 1991 godkände Parlamentet förslaget om en aktie – en röst. Frågan är dock betydligt mer komplicerad än så. Förslaget innehåller många delar, och på vissa punkter är oenigheten stor. Parlamentet är inte beslutande inom EG och det är troligtvis ännu en lång bit kvar att vandra för förslaget, innan Ministerrådet fattar det definitiva avgörandet.

Denna skrift är tänkt att snabbt ge läsaren en inblick i frågorna runt aktiers röstvärden. Kapitel 1 belyser de traditionella problemställningarna angående röstvärdesskillnader. Kapitel 2 sammanfattar de aktuella utredningar av frågan som har gjorts i

Sverige. Kapitel 3 ger en bakgrund till EG:s arbete. Kapitel 4 ger en närmare beskrivning av hur de i sammanhanget intressanta delarna av Bangemanns förslag ser ut. Kapitel 5–7 beskriver de rådande förhållandena i EG:s tre stora ekonomier Tyskland, Storbritannien och Frankrike. Exempel ges på hur röstvärdesdifferentiering eller liknande instrument används i dessa länder. Kapitel 8–9 beskriver ytterligare två EG-länder: Nederländerna och Italien. Nederländerna är av särskilt intresse, eftersom där har utvecklats en mängd hinder mot uppköp, som skulle försvinna om EG-förslaget antas. I kapitel 10 behandlas Belgien, framför allt eftersom ett uppmärksammat exempel därifrån påverkat EG-förslaget. I kapitel 11–12 behandlas USA och Japan. I USA är utvecklingen på väg mot rakt motsatt håll jämfört med i Europa. För första gången sedan 1920-talet har på senare år den stora New York-börsen accepterat röstsvaga aktier.

I kapitel 13–15 beskrivs förhållandena på detta område i de nordiska grannländerna.

Vår förhoppning är att läsaren ska känna sig bättre förtrogen med dessa tekniska frågeställningar efter att ha tagit del av skriften. För att göra framställningen mindre abstrakt och ge liv åt de formella frågorna har en rad exempel ur de senaste årens förvärvsstrider i Europa refererats i de olika länderkapitlen.

1 Debatten och problemställningen

En nödvändig förutsättning för en debatt brukar vara att åtminstone två olika ståndpunkter åberopas. Därför ter sig den svenska debatt om röstvärdesdifferentiering av aktier som efter några års vila ånyo tog fart i början av 1991 en aning besynnerlig. Såväl representanter för industrin som småföretagare och näringslivet i stort protesterade vid seminarier och i debattartiklar mot EG-kommissionens förslag att kraftigt begränsa möjligheterna för aktiebolag att erbjuda aktier med olika röstvärden.

Eventuella företrädare för den motsatta uppfattningen, nämligen att en aktie i normalfallet alltid ska ge innehavaren en röst gjorde sig med få undantag inte hörda. Åsiktsbärare framför allt inom Folkpartiet liberalerna, som tidigare markerat en klar ståndpunkt mot olika rösträtt valde nu att avvakta. Måhända är den diskussion som har varit endast ett preludium. EG-kommissionens förslag, som lades i december 1990, ska behandlas av flera olika instanser innan Ministerrådet är moget att fatta beslut. Processen lär bli utdragen och först när frågan blir brännande aktuell kan kanske politiska partier och en bredare opinion förväntas delta i diskussionen.

Frågan är av stor betydelse för det svenska näringslivet. I större utsträckning än i många andra länder är de stora företagen i Sverige noterade på fondbörsen. Det är också vanligt att företagens kapitalanskaffning sker genom aktieemission. Systemet med röstsvaga B-aktier gör det möjligt för ett mindre antal ägare att kontrollera en större andel av svenskt näringsliv än

vad som varit ekonomiskt möjligt för dem om alla aktier haft samma röstvärde. Det finns argument såväl för som emot detta system.

Svenska reaktioner på EG-förslaget

Ett av huvudsyftena med EG-förslaget är att underlätta företagsöverlåtelser. Men bl a från Industriförbundet har framhållits, i opposition mot EG-förslaget, att det svenska systemet befrämjar ett långsiktigt ägande. Andra motståndare till förslaget betonar principen om avtalsfrihet – emitterar ett företag röstsvaga aktier, och det finns köpare som är villiga att acceptera dessa villkor, så ska parterna vara i sin fulla rätt att sluta avtal, lyder resonemanget i sammanfattning.

Enligt de få röster i Sverige som har höjts till stöd för EG-förslaget, betonas att en viktig grund för en fungerande marknadsekonomi är att konkurrensen om ägandet upplevs som rättvis. Systemet med olika röststyrka för aktier kan ge badwill bland den aktiesparande allmänheten. Ytterst syftar de röstsvaga aktierna ju till att förse företaget med kapital samtidigt som huvudägarna i kraft av sina röststarka aktier behåller kontrollen över företaget. Grunden för en fungerande marknadsekonomi är enligt detta synsätt att allmänheten uppfattar kampen om ägarmakten i samhället som rättvis – att den förs på lika villkor och inte gynnar den redan etablerade. Även motståndare till EG-förslaget har framhållit att just beteckningen aktie kan vara olämplig vad beträffar värdepapper som inte har någon eller mycket liten röstandel. Detta är ofta fallet med s k preferensaktier som istället garanterar en viss utdelning. I vanligt språkbruk förknippas termen aktie med ett visst inflytande, och om detta inte finns, eller är starkt reducerat, ska kanske en lämpligare beteckning än aktie användas.

Inte ens de ivrigaste förespråkarna för en slopad röstvärdesdifferentiering är emellertid villiga att dra en direkt parallell mellan aktiers rösträtt och den politiska rösträtten. I stället varnas samfällt för en ”falsk politisk analogi”. I det politiska livet är det en demokratisk självklarhet att varje medborgares röst väger lika tungt, men det går inte att direkt överföra detta resonemang till aktiers röstvärde. En anledning är den prisskill-

nad som råder mellan röststarka A-aktier och de svagare B-aktierna. Innehavaren av A-aktier har oftast betalt ett högre pris för att få inflytande över företaget, vilket brukar kallas en maktpremie. Om endast aktier med en röstvalör skulle tillåtas kan den som har råd i stället välja att köpa fler aktier och på så sätt tillskansa sig makten. Detta argument går dock inte att driva hur långt som helst. I kapitel två redogörs för huvudägarnas röst- respektive kapitalandel i några av de största börsföretagen. Huvudägaren, som i praktiken ofta har makten över företaget, har ibland en relativt sett blygsam andel av kapitalet. Det är rimligt att anta att det i en del fall skulle vara omöjligt för huvudägaren att behålla makten om detta krävde ett kapitaltillskott som stod i proportion till röstandelen.

Även åsikten att EG-förslaget inte kommer att påverka de svenska företagen nämnvärt har framförts i den aktuella debatten. Resonemanget lyder på följande sätt: EG-förslaget tillåter att 50 procent av aktiekapitalet utgörs av röstsvaga eller rösträttslösa preferensaktier, som istället ska ha andra fördelar. I en stor del av de svenska företagen motsvarar inte B-aktierna 50 procent av kapitalet. I dessa företag skulle B-aktierna helt enkelt då komma att motsvara den tillåtna andelen preferensaktier och kunna konverteras till sådana.

Om denna lösning godkänns för redan befintliga stamaktier återstår frågan vilka fördelar dessa aktier ska ha i utbyte mot svag röststyrka. I Tyskland är utdelningen för preferensaktier i genomsnitt två procentenheter högre än för vanliga stamaktier. Om det antas vara en rimlig förebild kan det bli en dyr affär för de företag som väljer denna lösning. För en del av de riktigt stora företagen i Sverige står denna möjlighet över huvud inte till buds då andelen B-aktier svarar mot en större andel än 50 procent av kapitalet.

Historiskt har diskussionen om rösträttsskillnader dock inte främst gällt de stora företagen på börsens A 1-lista. I stället har många gånger de små familjeföretagens situation varit i fokus. Sedan Sverige 1982 fick en småföretagarbörs, OTC (Over The Counter) har detta debattämne blivit än mer brännbart. Om inte den ursprunglige ägaren på vars idéer, handlingskraft eller kanske patent verksamheten vilar kan behålla makten över sin skapelse kan företagsklimatet påverkas negativt. Frågan är om det unika som har gjort företaget framgångsrikt riskerar att

försvinna när fler starka ägare kommer in i bilden. Den ursprunglige ägaren kan också välja att avstå från kapitaltillskott p g a risken att förlora kontrollen över företaget och därmed riskera att fastna i en alltför trång kostym. Detta skulle medföra att flera fruktbara affärsidéer aldrig kan utvecklas till full potential, och få betydande nationalekonomiska konsekvenser. En möjlighet är därför att använda differentierat röstvärde under en initialperiod. Exempelvis kan en uppfinnare vid uppbyggnaden av ett företag eller en företagsrekonstruktion få röstmajoritet trots liten kapitalinsats. Flera av ovan nämnda frågeställningar aktualiserades i samband med tillkomsten av 1944 års aktiebolag. Även det så kallade utlänningsförbehållet, som hittills begränsat utlänningars rätt att vara delägare i svenska bolag, spelade en viktig roll vid utformningen av den svenska lagen. En närmare redogörelse för svenska förhållanden ges i kapitel 2.

Förslagets retroaktivitet

I den del av EG-kommissionens förslag där aktiers röstvärde tas upp görs inte undantag för existerande bolag, vilket gör att reglerna kommer att gälla även retroaktivt. Det innebär att den som har betalt ett högre pris för att komma i åtnjutande av röststarka aktier får se denna maktpremie gå förlorad. Reaktionen mot detta är i vissa läger häftig. Kritikerna talar om konfiskation, och hänvisar till Europarådets konvention om de mänskliga rättigheterna där äganderätten slås fast. EG-förslaget har i medlemsstaterna mötts av varierande reaktioner, beroende på landets ägarstruktur och ekonomi. En närmare beskrivning ges i de olika länderkapitlen. Industriförbunden i medlemsstaterna samarbetar genom sin gemensamma organisation UNICE (Union of Industrial and Employers Confederations of Europe). UNICE protesterade kraftigt mot EG-förslaget, med en reservation från det brittiska industriförbundet, som lät protokollföra stöd för EG-kommissionens åtgärder för att öppna marknaden för företagsöverlåtelser.

EG-förslaget omfattar alla större aktiebolag, och därmed samtliga noterade företag. I flera medlemsstater finns särskilda bolagsformer för mindre företag. I förslagstexten finns en förteckning över vilka bolagsformer i respektive land som berörs.

Fientliga uppköp

Förslaget från EG-kommissionen att förbjuda röstvärdesskillnader på aktier har inte tillkommit i ett vakuum. För kommissionen är frågan ett led i försöket att skapa ett regelverk som ska underlätta företagsförvärv. I första hand gäller diskussionen så kallade fientliga uppköp där målföretagets ledning inte är intresserad av uppköpsförsöket och många gånger aktivt motarbetar det.

Enligt EG-kommissionens synsätt är skilda röstvärden på aktier ett av många instrument företagsledningen och kontrollaktieägaren kan använda sig av för att värja sig mot en förvärvskandidat.

Av de tolv medlemsstaterna är det bara i Storbritannien som fientliga uppköp hör till företagskulturen. I det kontinentala Europa strider ett fientligt uppköp mot god ton; en fusion föregås istället av att parterna sätter sig ner och diskuterar samgåendet.

Även i Sverige är fientliga uppköpsförsök ovanliga, och de som lyckas än mer ovanliga. Hittills har fenomenet främst förknippats med amerikanskt näringsliv där det förekommer frekvent. I USA har många länge ansett att fientliga uppköp är en styrka för ekonomin, eftersom det sätter press på företagsledningen. I andra länder ses fientliga uppköp som ett hot mot en stabil ekonomi, som istället anses främjas av ett långsiktigt ägande. Det är alltså EG-kommissionens övertygelse att ett friare förvärvsklimat gynnar det europeiska näringslivets utveckling.

Börsnoteringens omfattning

En faktor som avgör hur stor effekten av EG-förslaget blir i ett land är hur vanligt det är att stora företag är noterade på fondbörserna. Av de 400 största europeiska företagen är endast 54 procent noterade inom gemenskapen. Detta kan jämföras med förhållandet i USA där motsvarande andel är 99 procent.[1]

Viktigt att hålla i minnet vid läsning av de olika länderkapit-

[1] Enligt Booz Allen, 1989.

len är också att man kan ha samma termer för att beskriva olika verkligheter. Börsernas utvecklingsgrad är mycket varierande, de fungerar olika väl och det är stor skillnad på kvaliteten i rapporteringen.

EG-förslaget kan i ett land få stor effekt därför att man har en väl utvecklad marknad och vinnlägger sig om att regler skall tillämpas i praktiken. I ett annat land kan samma regel få mindre effekt, därför att informella regelsystem vid sidan av det lagstadgade regelverket har större inflytande över det vardagliga affärslivet.

Riskkapitalets kostnad

En negativ konsekvens av röstvärdesdifferentieringen är att det kan vara svårare att byta ut en oönskad företagsledning. Röstvärdesskillnaden kan också fungera som hinder mot fientliga övertag och leda till att företagsledningen inte utsätts för den press ett hot om uppköp utgör.

En röststark aktieägare kan även utnyttja sin ställning till att sätta egna intressen före övriga aktieägares. Han kan till exempel blockera en budgivare som bjuder ett högre pris än börskursen. Innehavare av småposter kan då agera rationellt och gardera sig genom att kräva en högre avkastning. Detta medför att företagets riskkapital blir allt dyrare ju mindre andel av kapitalet bolagets huvudägare har. Omvänt blir riskkapitalet billigast i de bolag där varje aktie har samma röstvärde. Aktuell svensk forskning har visat att kontrollaktieägare investerar i betydande mängder röstsvaga B-aktier. Den slutsats som dras är att B-aktieägarna inte utnyttjas av kontrollaktieägaren eftersom han själv skulle drabbas.

Vad beträffar frågan om företags kapitalanskaffning bör man idag också beakta den mängd finansiella instrument som utvecklats under 1980-talet. Dessa kompletterar nyemission av aktier som medel att skaffa riskvilligt kapital och kan måhända på längre sikt göra frågan om aktiers röstvärden mindre central. Ett förbud av röstsvaga aktier kommer troligtvis att leda till att substitut skapas och i anslutning till detta kan reglering av andra finansiella instrument med begränsad rösträtt behöva övervägas. Vi berör emellertid inte frågan närmare ur denna aspekt.

Prisskillnaden på A- och B-aktier

Vad är då priset för röststarka aktier jämfört med de svagare? En studie under perioden 1983–90 av 65 företag noterade på stockholmsbörsen visade att priset för A-aktierna genomsnittligt var 15,3 procent högre än priset för B-aktier. Vid granskning av 35 majoritetskontrollerade företag, där varken A- eller B-aktierna gav möjlighet till kontroll, var priset för A-aktierna 11,2 procent högre. Prisskillnaden är alltså högre i företag vars största aktieägare inte har majoritetskontroll, vilket visar att röstvärdet påverkar priset på aktien.[1]

Fria och bundna aktier

En fråga som för svensk del varit kopplad till A- och B-aktiernas vara eller inte vara är frågan om bundna resp fria aktier. Bundna aktier kan likt de fria vara av A- eller B-aktieslag, men får endast förvärvas av svenska medborgare. Utlänningar är hänvisade till att investera i de fria aktierna.

Konstruktionen med fria och bundna aktier sammanhänger med den tidigare svenska lagstiftningen. Där stipulerades att högst 20 procent av rösterna eller 40 procent av kapitalet i ett svenskt bolag utan särskilt tillstånd får ägas av utlänningar. Utlänningsförbehållet är inskrivet i bolagsordningen och därav följer om en aktie är bunden.

Förekomsten av röstsvaga B-aktier har ökat möjligheten för svenska företag att skaffa kapital utomlands utan att ägarna förlorar kontrollen över företaget. Detta är impopulärt inom främst EG-länderna, som hävdar principen om reciprocitet, ömsesidighet. Det anses orättvist att svenskar kan gå på vikingatåg inom gemenskapen medan motsvarande möjligheter för EG-företag är blockerade i Sverige. Den svenska lagen kräver sedan årsskiftet 1991/92 inte längre utlänningsförbehåll. Däremot finns bolagsordningens utlänningsförbehåll och därmed de bundna aktierna kvar i respektive företag tills dess att bolagsstämman har beslutat om dess avskaffande. Från justitie-

[1] Resonemanget bygger på *Bör aktier med olika rösträtt avskaffas?* Bergström och Rydqvist, 1991

departementets sida har uttrycktsen vilja att snarast presentera en lagstiftning som helt avskaffar systemet med fria och bundna aktier. Tidigare har utlänningsförbehållet använts som ett motiv för att behålla röstvärdesskillnader för svenska aktier. Det är inte otänkbart att argumentationen kan bli den rakt motsatta när utlänningsförbehållet försvinner. När det står utlänningar fritt att köpa in sig i svenska företag, är det viktigt att rösträttsskillnaden bibehålls för att säkra det svenska inflytandet över näringslivet.

Från socialdemokratiskt håll har termen det "nationella kapitalet" lanserats. Detta resonemang har dock förts mer generellt i diskussionen rörande utländska förvärv i Sverige och inte specifikt i fråga om aktiers röstvärde.

Teoribildning runt ägarformens betydelse

Några entydiga svar ger inte forskningen runt dessa problem. Sedan 1930-talet har problemställningen gällt relationen mellan företagets aktieägare och dess ledning. Utgångspunkten har varit att aktierna spridits till allt fler ägare. Därmed ökar enligt många forskare risken att ledningen prioriterar andra mål än ökad vinst. En stark företagsledning kan till exempel välja att utöka organisationen i stället för att maximera vinsten. Empiriska undersökningar ger dock inget entydigt svar på att så verkligen skulle vara fallet. Volvos vinstutveckling under 1980-talet kan vara ett exempel på detta. Den lämnade föga i övrigt att önska samtidigt som Volvo kännetecknas just av ett spritt ägande och en mycket stark företagsledning.

Voice/Exit

Ett sätt att försöka beskriva aktieägarnas beteende beroende på hur företaget sköts är att använda sig av begreppsparet *voice* och *exit*. Med begreppet voice avses aktieägarens möjlighet att direkt påverka företagsledningen. Exempel kan vara att delta i bolagsstämma, vara representerad i styrelsen eller att ha direkt kontakt med andra ägare eller med ledningen. Den viktigaste voicefunktionen är aktieägarnas rätt att utse företagsledning.

[1]Resonemanget om aktieägares voice- och exitbeteende är hämtat från *Institutioner som aktieägare* av Hedlund, Hägg, Hörnell och Rydén, SNS 1985.

Begreppet exit sammanfattar ägarnas möjlighet att markera sin inställning till hur företaget sköts genom försäljning av aktieinnehav alternativt förvärv av ytterligare poster. Såväl köp som försäljning av aktier i bolaget ger ledningen information om aktieägarnas reaktion på ledningens agerande, och om huruvida den förväntade avkastningen är sämre eller bättre än andra jämförbara placeringsalternativ på marknaden.

Voice- och exitfunktionerna skärper i denna renodlade form kraven på företagsledningen. I praktiken kan de dock vara svåra att tillämpa. Småaktieägare är knappast starka nog för att deras voice ska ge en vettig förhandlingsposition, och den enda markering som står till buds är egentligen alternativet exit. Handel med aktien kan emellertid vara svårtolkad för ledningen, eftersom det inte är säkert att småaktieägare har tillgång till relevanta fakta om alternativa placeringar.

Privatpersoner med stort aktieinnehav är de som har starkast förhandlingsposition. De kan begagna sig av sin voice, medan hotet om en exit hela tiden finns där. Institutionella placerare i Sverige anses i större utsträckning begagna sig av exit än voice. I stället för att ta strid om till exempel en omstrukturering väljer ofta de placerande institutionerna att sälja när de inte är tillfreds med bolagets utveckling eller framtidsplaner. Det stämmer väl med de svenska institutionernas kända preferenser för röstsvaga aktier.

Motsatsen gäller i Storbritannien, där institutionerna inte bara föredrar röststarka aktier utan dessutom sedan 1970-talet ägnar sig åt aktiv lobbying i syfte att motverka emittering av röstsvaga aktier. Det skall dock tilläggas att de svenska institutionerna är förhindrade att fritt köpa röststarka aktier. Försäkringsbolag får exempelvis inte äga mer än 5 procent av röstetalet i ett företag.

Ägarens kompetens

Ett vanligt argument för röstvärdesskillnader är att det krävs en viss kompetens hos aktieinnehavaren för att denne ska kunna utöva ett konstruktivt inflytande över ledningen. Det är ovanligt att ett företag har många aktieägare som besitter denna kompetens, och därmed tillräckliga kunskaper för att kunna bidra till företagets utveckling. Röststarka aktier ger ägaren

möjlighet att skaffa sig inflytande över företaget, varvid en parallell marknad för dessa aktier utvecklas. Konkurrensen leder till ett högre pris för de röststarka aktierna, och detta leder i sin tur till att de förvärvas av den som har störst intresse av denna typ av aktier.

Den ekonomiska forskningen ger som sagts inget entydigt svar på hur företagets effektivitet påverkas av dess ägarförhållanden. Den svenska röstvärdeskommittén sammanfattade sina efterforskningar på följande sätt:

> ”Det bör dock understrykas att vetenskapliga teorier och vetenskapliga undersökningar inte synes kunna slå fast, hur effektiviteten av ett företag som drivs i aktiebolagsform påverkas av ägarstrukturen. Det är här fråga om tro, mera än vetande”.
>
> (Källa: *Röstvärdeskommittén SOU 1986:23)*

EG-kommissionens inställning är att effektiviteten främjas om ägarförhållandena inte är alltför stabila. Men kommissionen använder sig inte av några vetenskapliga belägg för detta. I den underliggande rapport kommissionen beställde för att granska förvärvshinder i Europa heter det:

> ”The two European regulatory systems that best exemplify two opposite views on this equation are the UK model and the West German model. The UK model gives shareholders the power to optimize resource allocation by constantly monitoring management's performance while the West German model entrusts managers with a longer term mandate. It is not evident nor easy to determine which of these two schools of thought serves best the long term economic goals of a democratic society. In fact, the numerous academic studies, both empirical and theoretical, that have been conducted on this topic, mainly in the US, are not conclusive.”
>
> (Källa: *Study on Obstacles and Take Over Bids in the European Community,* Booz Allen 1989)

2 *Sverige*

Frågan huruvida röstvärdesdifferentiering ska tillåtas saknar inte belysning i svensk utredningshistoria. En smula tillspetsat kan sägas att den har utretts nära nog oavbrutet i ett par decennier. Resultat i form av omprövningar av nuvarande system har låtit vänta på sig.

Begränsningen om en maximal röstskillnad på 1:10 kom redan i och med 1944 års lag, och den nu gällande aktiebolagslagen från 1975 tillförde inget nytt i denna fråga.

I 1975 års aktiebolagslag stadgas i tredje kapitlets första paragraf:

> Alla aktier har lika rätt i bolaget om inte annat följer av denna paragraf. I bolagsordningen kan bestämmas att aktier av olika slag skall finnas eller kunna utges.
>
> ...avser olikheten mellan aktieslagen aktiers röstvärde, gäller att ingen aktie får ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för annan aktie.

Bakgrunden till dagens lagstiftning

Före 1944 var i princip hur stora rösträttsskillnader som helst tillåtna. Vid arbetet med 1944 års lag konstaterade lagberedningen att bruket av röstpriviligierade aktier stigit kraftigt efter första världskriget, och ansåg att möjligheten till differentiering missbrukades. Beredningens huvudinvändning var att företag kunde komma i händerna på personer som inte bar en ekonomisk risk motsvarande den makt de tillskansat sig.

Men utredarna fann även argument för bibehållande för någon form av röstdifferentiering. Ett var den lag från 1916 som

begränsade utlänningars rätt att förvärva fast egendom i Sverige. Lagberedningen påpekade att en eliminering av möjligheten att emittera röstsvaga aktier kraftigt skulle *försvåra svenska företags möjlighet att skaffa utländskt kapital*. Vidare ansåg lagberedningen att *utvecklingspotentialen för mindre företag kunde hotas*. Det ansågs viktigt att möjligheten för små och medelstora företag att skaffa riskvilligt kapital bevarades, utan att entreprenören, på vars idéer, kunnande och entusiasm verksamheten många gånger vilade, förlorade kontrollen över företaget. Dessutom ansågs en viss differentiering vara motiverad för att *bevara stabiliteten i verksamheten*. En begränsad krets i besittning av lämplig sakkunskap skulle beredas möjlighet till kontroll över ett företag.

I den lag som trädde i kraft 1948 tilläts ett differentierat röstvärde på upp till 10 gånger. Lagen gällde dock inte retroaktivt, utan undantag gjordes för befintliga aktier.

Idag finns fyra företag med dessa äldre aktier noterade på Stockholms fondbörs – Electrolux, Ericsson och SKF har tusendelsaktier; Hufvudstaden har hundradelsaktier.

Lagberedningens resonemang används än idag. Kritiker av EG-kommissionens förslag har pekat på vikten av stabilitet i ägandet. Det har också blivit än viktigare att värna om småföretagens utvecklingsmöjligheter. År 1982 introducerades den så kallade OTC-marknaden, som är avsedd att skapa bättre möjligheter för handel med aktier i små och medelstora företag. Röstvärdesdifferentiering är här snarare regel än undantag.

Utlänningsförbehållet är däremot idag inte ett argument för röstvärdesskillnader för aktier då som nämnts denna begränsning kommer att försvinna.

Vid arbetet med 1975 års aktiebolagslag föreslog näringslivet i ett samlat remissvar att möjligheten till röstvärdesskillnad skulle utökas till 1:20. Motivet var den ökade internationaliseringen och behovet av utländskt kapital. Detta hörsammades dock inte av lagberedningen och möjligheten till skillnaden 1:10 i röstvärde bibehölls i 1975 års lag.

I samband med det utredningsarbete som resulterade i löntagarfonderna kom frågan återigen upp till behandling. LO:s och socialdemokraternas representanter i utredningen om löntagarna och kapitaltillväxten krävde förbud mot olika röstvärde. Motivet var att en sådan differentiering skulle minska löntagarfon-

dernas möjligheter att genom köp av aktier skaffa sig inflytande i näringslivet.

En särskild utredning gjordes 1981 (SOU 1981:78). Slutsatserna var att löntagarfonderna långsiktigt skulle få ett betydande inflytande trots röstvärdesskillnader. Man ansåg dock att reglerna för röstvärdesdifferentiering borde ses över, och att en nedtrappning från skillnaden 1:10 till ett system med en maximal skillnad på 1:3 skulle kunna genomföras utan större problem.

Röstvärdeskommittén

Utredningen föranledde justitieministern att 1984 tillsätta en röstvärdeskommitté. I kommittédirektiven angav justitieministern att det inflytande som kan utövas ska stå i proportion till den risk aktieägaren tar, dvs en aktie skall motsvara en röst. Vidare anförde justitieministern att stabilitet i ägandet inte är effektivitetsbefrämjande i sig. I riktlinjerna för kommitténs arbete sägs "Kommittén bör, med beaktande av vad jag nyss har anfört, inrikta sitt arbete på att lämna förslag som gör det möjligt att avskaffa röstvärdesdifferenserna" (dir 1984:7).

Mot bakgrund av direktiven måste kommitténs arbete av uppdragsgivaren ses som ett misslyckande. På punkt efter punkt kom kommittén fram till att röstvärdesdifferentiering var ett system med många fördelar. Angående grundprincipen, att risken ska stå i relevant proportion till inflytandet, skrev kommittén:

> "Ett skäl för avskaffande av röstvärdesdifferenser är det som understryks i våra direktiv och går ut på att inflytandet på bolagsstämman skall stå i proportion till den ekonomiska risken. Detta är ett rättvisetänkande av innebörden "en krona – en röst".
> ...När det gäller likhetsprincipen bör erinras om att några demokratiska aspekter inte kan läggas på frågan. Det gäller inte en man, en röst, eftersom i fall när varje aktie har lika röstvärde den som äger fler aktier får större inflytande än den som äger färre aktier. Det är fråga om likhet för kapitalet, inte för de enskilda aktieägarna." (Källa: *SOU 1986:23).*

Å andra sidan accepterade kommittén inte heller förespråkarnas argument om avtalsfrihet. Man fann inte att en regel som stipulerar att en aktie ska ha en röst är märkvärdigare än många

andra regler som begränsar verksamheten för ett företag.

Vid sin genomlysning av frågan fann kommittén att "ett avskaffande av möjligheten till röstvärdesdifferentiering ger större nackdelar än fördelar". Vad som då särskilt togs i beaktande var den minskade möjligheten för företag att skaffa utländskt kapital samt de problem som kunde uppstå för små och medelstora företag.

Kommittén lämnade dock ett förslag till teknisk lösning. Detta gjordes emellertid högst motvilligt med tillägget att man inte förordade förslaget, men att det skulle minimera nackdelarna om nu något absolut måste göras i den riktning kommittédirektiven angav.

Förslaget gick i korthet ut på att andelen röststarka aktier måste uppgå till 60 procent, samtidigt som röstvärdesskillnaden fortfarande skulle tillåtas vara 1:10. Ett genomförande av detta förslag skulle fått stor betydelse för svensk industri. Cirka hälften av de börsbolag som har aktier med olika röstvärde har en andel B-aktier som överstiger 70 procent. Ändringen föreslogs inte gälla retroaktivt, men väl alla typer av bolag.

Kommittén ställde sig alltså inte bakom sitt eget förslag. I stället valde man att säga sig sakna tillräckligt underlag för att ta ställning i frågan, och tre av kommitténs sju ledamöter reserverade sig mot betänkandet med angivande av olika grunder.

Det är i Sverige idag möjligt att nå röstmajoritet med ett innehav av 9 procent av aktiekapitalet. Med röstvärdeskommitténs förslag hade 32 procent varit minimum för majoritet, vilket är ett radikalt grepp jämfört med det förslag EG-kommissionen lagt. Med EG-förslagets nuvarande utformning, utan möjlighet till röstvärdesdifferentiering men med en tillåten andel rösträttslösa preferensaktier om 50 procent krävs 25 procent av kapitalet för att uppnå röstmajoritet.

Ägarutredningen

Ägarutredningen tog vid där röstvärdeskommittén slutade. I sitt betänkande från 1988 konstaterade denna utredning att koncentrationen i det svenska näringslivet ökat betydligt såväl beträffande kapital- som röstandelstruktur. Utredningen vände sig mot resonemanget att institutioner skulle sakna kompetens för en aktiv ägarroll. De juridiska begränsningar beträffande

andel av röstetalet i enskilt företag som gäller för aktiefonder, aktiesparfonder, allemansfonder, fjärde AP-fonden, löntagarfonderna samt försäkringsbolagen har snarare tvingat fram en passivitet, ansåg utredarna.

Ett av utredningens förslag var att försäkringsbolagen skulle få utöka sin andel av röstetalet från gällande fem till åtta procent.

I likhet med röstvärdeskommittén ansåg dock ägarutredningen att systemet med differentierat röstvärde för aktier inte skulle ändras. Argumenten var desamma som vid tidigare utredningar.

Ägarutredningen underkände resonemanget att aktieägares risk ska stå i proportion till inflytandet. ”I realiteten saknas emellertid varje möjlighet att avgöra hur stor risk som vidlåder olika ägares aktieinnehav” heter det i huvudbetänkandet (SOU 1988:38).

Flera av ledamöterna reserverade sig dock just angående röstvärdesdifferentieringen. Moderaternas ledamot ansåg att ”det vore riktigt att åtminstone hälften av aktiekapitalet bestod av röststarka aktier. Det skulle skapa en rimlig proportion mellan ägande och inflytande.” Folkpartiets representant i utredningen förordade att ”lika risk på aktiemarknaden ska ge lika rätt till inflytande”. Centerns ledamot lämnade följande uppmaning: ”jag förordar att lagstiftningsarbete påbörjas för att... avskaffa rätten att utge aktier med lägre röstvärde”.

Tabell 1 Ägarutredningen: förekomst av aktieslag med olika rösträtt i de privatägda svenska företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda år 1978 respektive 1985.

Röstvärdesskillnad	Antal företag	
	1978	1985
1 till 1 000	7	6
1 till 10	42	71
1 till 5	2	4
Ej skillnad	39	26
Totalt	90	107

Källa: Ägarutredningens huvudbetänkande, SOU 1988:38.

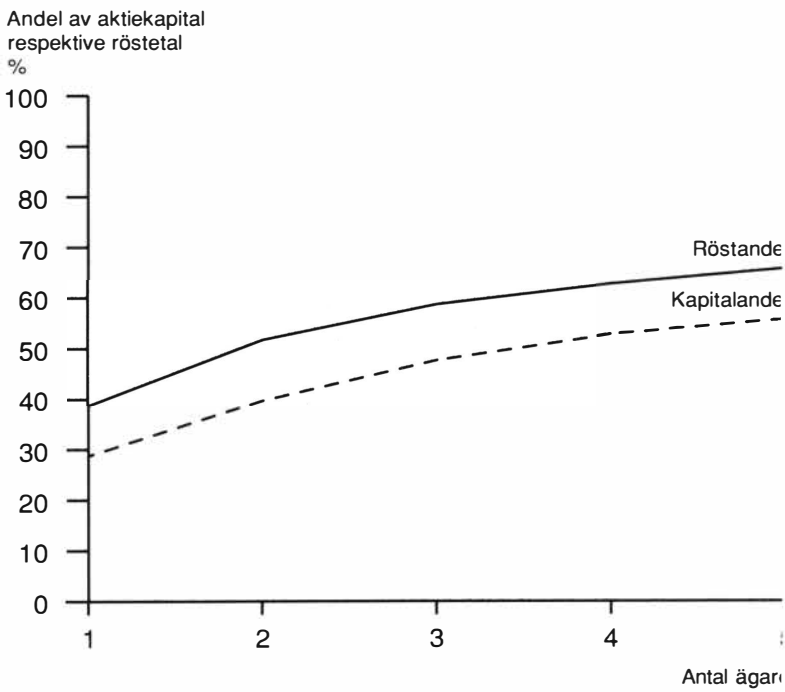
Ägarutredningen studerade även i vilken utsträckning de större företagen dominerade aktiemarknaden.

Tabell 2 Ägarutredningen: de fem största ägarnas kumulerade genomsnittliga andelar av aktiekapitalet och röstetalet i de privatägda svenska företag eller koncerner som var aktiemarknadsföretag med minst 500 anställda år 1985. Angivelse i procent.

	Största ägarens andel	Två största ägarnas andel	Tre största ägarnas andel	Fyra största ägarnas andel	Fem största ägarnas andel
Röstetalet	39	52	59	63	66
Aktiekapitalet	29	40	48	53	56

Källa: Ägarutredningens huvudbetänkande, SOU 1988:38.

Samma förhållande uttryckt i diagramform:



Ett annat problem ägarutredningen studerade var budplikten. Budplikt framhålls ofta som ett skydd för minoritetsägarna. Förebilden är den brittiska "City Code on Take Overs and Mergers" (regeln kallas ofta "London-regeln"). Budplikten i Storbritannien inträder vid ett innehav av 30 procent av röstetalet, medan EG-kommissionen föreslagit en gräns vid ett innehav av en tredjedel eller 33,3 procent. Konkret innebär detta att den som förvärvat en tredjedel av rösterna är skyldig att lägga ett likvärdigt bud på resten av aktiestocken.

Huvudargumentet mot erbjudandeplikt är att den kan låsa positionerna i näringslivet. Många större affärer riskerar att aldrig bli av om köparen blir skyldig att erbjuda sig att förvärva företagets hela aktiestock. Ägarutredningen ansåg att det vid en samlad bedömning inte fanns någon anledning att införa erbjudandeplikt i Sverige, vilket var samma slutsats som tidigare Värdepapperskommittén kommit fram till.[1]

I den fortsatta utredningen rörande företagsförvärv i svenskt näringsliv berördes även fientliga uppköp. Ägarutredningen konstaterar att företagsförvärv är en viktig del i de befintliga ägarnas övervakning av företagsledningens agerande, och främjar effektiviteten genom att sätta press på företagsledningen. Olika försvarsåtgärder för att hindra uppköp ansågs försvaga övervakningen av resursutnyttjandet i näringslivet. Utredningen delar EG-kommissionens mening rörande hinder mot företagsförvärv, vilken är att beslut om försvarsåtgärder skall fattas av bolagsstämman.

Man konstaterade dock att fientliga uppköp är mycket ovanliga i Sverige. Bland de företag som studerades återfanns bara ett enda fall, nämligen Nordstjernans bud på ABV, vilket möttes av starkt motstånd från ABV:s styrelse och ledning. Den starka ägarkoncentrationen i Sverige gör annars att köparen i första hand förhandlar med de större ägarna och först därefter riktar sig till övriga ägare med ett offentligt uppköpserbjudande.

Så långt Ägarutredningen. Frågan om röstvärdesskillnader för aktier och andra faktorer som påverkar maktbalansen i näringslivet är alltså grundligt utredd. Trots reservationer har det återkommande beskedet från utredningsapparaten varit att ändringar av nuvarande regler skulle innebära fler nackdelar än fördelar.

[1] SOU 1990:1 Företagsförvärv i svenskt näringsliv. Betänkande från Ägarutredningen.

Ägarbilden i storföretagen

Följande tabell är en översikt över förhållandet andel kapital och andel röster hos den största ägaren i några av stockholmsbörsens värdemässigt största företag:

Tabell 3 Andel kapital respektive röster hos huvudägaren i de största börsnoterade företagen. Bolagen har rankats efter marknadsvärde på börsen. Skandia och Investor har ej medtagits då de exakta ägarförhållandena var oklara vid den tidpunkt då detta skrevs.

Företag	Största ägare	Andel kapital i procent	Andel röster i procent	Röstvärdesskillnader
Astra	Wallenbergsfären	13,8	16,1	1:10
Ericsson	SHB-sfären	6,4	42,4	1:1000
Procordia	Statssfären	39,2	46,0	10:1
Asea	Wallenbergsfären	23,3	26,6	1:10
Skanska	Skanskasfären	23,3	30,4	10:1
Volvo	Skanskasfären	5,1	11,0	1:10
Sydkraft	Kommunsfären	42,9	60,9	1:10
Stora	Wallenbergsfären	27,3	32,6	1:10
SHB	SHB-sfären	15,0	15,9	1:10
SCA	SHB-sfären	14,9	34,6	10:1
S-E-Banken	SPP-Tryggsfären	9,7	10,0	1:10
Sandvik	Skanskasfären	25,0	30,0	1:10
Aga	SHB-sfären	20,9	31,6	1:10
Electrolux	Asea	10,6	48,6	1:1000
(näst största ägare:	Wallenbergsfären	5,2	45,8)	
Hufvudstaden	Skanskasfären	33,8	87,6	100:1
SKF	Wallenbergsfären	18,4	39,6	1:1000

Källa: Sundqvist, Ägarna och makten, 1991.

Kommentar till tabellen: I stället för största enskilda ägare har här angivits sfärer på det sätt som görs i boken Ägarna och makten. Sfär kan beskrivas som ett antal företag i vilket det dominerande inflytandet kan relateras till en viss ägare. Investor och Patricia är båda företag som kontrolleras av Wallenbergsfären. SHB- eller Handelsbanksfären representerar bland annat Industrivärden, SHB:s pensionsstiftelse och SHB:s aktiefonder. Kommunsfären har helt enkelt ett antal kommuner bakom sig. För sfärerna finns inga absoluta gränsdragning-

ar, och nämnda sfärer är endast ett par exempel. Av tabellen framgår att röstvärdesdifferentiering är mer eller mindre regelmässig bland de större börsföretagen. Röstskillnader större än 1:10 är kvarlevor från tiden före 1944 års aktiebolagslag. Tabellen visar vidare att möjligheten till skillnad i kapital- och röstandel inte på långa vägar utnyttjas fullt ut av huvudägarna – det är ju möjligt att med blott nio procent förvärva röstmajoritet med dagens regler.

Vad skulle då konsekvenserna bli om rösträttsskillnaderna försvann? Tabelltvåan Ericsson är det företag som har störst diskrepans mellan kapitalandel och röstandel. Huvudägaren SHB-sfären har som framgår endast 42,4 procent av rösterna, men endast 6,4 procent av kapitalet. Näst största ägare är Wallenbergsfären. Även där är skillnaden stor, 3,7 procent av aktiekapitalet mot 40,5 procent av rösterna. Det har i affärspressen spekulerats om huruvida till exempel Wallenbergsfären kommer att sälja sin andel i Ericsson. Idag är makten i ett avtal delad mellan Handelsbanksfären och Wallenbergsfären, med visst stöd från S-E-Banksfären som har 2,6 procent av rösterna. Skulle röstdifferentieringen slopas över en natt vore det sannolikt omöjligt för någon av huvudägarna att behålla sitt inflytande. Ericssons totala börsvärde i december 1990 var nästan 38 miljarder kronor.

Även Electrolux har en kraftig obalans mellan kapitalandel och rösträtt. Wallenbergsfären har 45,8 procent av rösterna, men endast 5,2 procent av kapitalet. Tillsammans med huvudägaren Asea, som ju också kontrolleras av Wallenbergsfären, når man upp till 94,4 procent av röstetalet med en gemensam kapitalandel på blott 15,8 procent.

I runda tal kontrollerar Wallenbergsfären idag företag värderade till över 200 miljarder kronor med ett aktiekapital på 37 miljarder. Den engelska mäklarfirman James Capel har analyserat EG-förslagets effekter på den svenska aktiemarknaden. I analysen uppskattas Wallenbergsfärens lånekapacitet till mellan fem och tio miljarder, vilket inte räcker långt vid ett försök att behålla befintligt maktinnehav. Då Ericsson och Astra är de företag som skulle kosta mest att köpa kontroll i görs antagandet att Wallenberggruppen kommer sälja innehavet i dessa företag, och öka sin andel i övriga företag i sfären till 35 procent. Vidare konstateras att Industrivärden skulle

förlora sin dominerande ställning i AGA.

I sin analys koncentrerar sig mäklarfirman främst på effekterna av ett slopande av röstvärdesdifferensen. Utifrån kända fakta som ägarförhållanden och föreslagna lagändringar går det naturligtvis att göra en kvalificerad analys av tänkbara framtidsscenarier. Men alltför många faktorer är ändå okända för att detta ska bli annat än kvalificerade gissningar. Kommer det nuvarande EG-förslaget att återigen ändras? Hur lång tid tar det att genomföra om det verkligen antas? Förbjuds rösträttsskillnader retroaktivt? Frågorna är många, och osäkerheten därmed stor.

Den svenska förvärvsmarknaden

Konsultföretaget Coopers & Lybrand har gjort två utredningar av förvärvshindren i Europa. I en av dem betecknas Sverige som ett land med starka strukturella hinder mot övertaganden i näringslivet. Ask-i-ask-ägandet och det korsvisa ägandet bidrar till detta, liksom det begränsade antalet storägare. De tekniska hindren anses vara få, men det som används frekvent, rösträttsskillnader för aktier, koncentrerar makten till de stora ägarna på ett effektivt sätt. Sverige bedöms vara en marknad förhållandevis stängd för företagsförvärv. Konsultföretaget påtalar även den consensus som råder mellan de stora ägarna i svenskt näringsliv, och att detta inte främjar fientliga övertag. Av 17 fientliga uppköpsförsök mellan åren 1979 och 1990 lyckades endast 4.

EG-kommissionen behandlar aktier med olika röstvärden som ett potentiellt hinder mot uppköp. Det råder delade meningar om huruvida denna tolkning är riktig, men eftersom denna skrift behandlar problemet utifrån EG:s förslag kommer diskussionen ofrånkomligen här att beskrivas i liknande termer.

EG-kommissionen behandlar ytterligare hinder som återkommer i de kapitel som behandlar EG-förslaget samt i de olika länderkapitlen. En del av dessa hinder är frekvent förekommande i Sverige och det kan därför vara värt att nämna några av dem redan här.

Korsägande

Korsägande betecknas av EG-kommissionen som ett hinder mot uppköp. Genom att företagen i ett komplicerat nätverk äger varandra blir det svårare för en utomstående att lägga ett oönskat bud på företaget.

En snarlik form av skyddsåtgärd är cirkelägandet. Företag A äger till exempel företag B som äger företag C som i sin tur äger företag A. Företag A kontrollerar alltså en del av sina egna röster via mer än ett annat företag.

Den statliga Ägarutredningen konstaterade att korsägandet är mycket vanligt i Sverige. Ett vanligt exempel är ägarförhållandena mellan Volvo och Skanska. Via olika mellanled kontrollerar kombinationen Volvo-Skanska drygt 24 procent av Skanska och knappt 19 procent av Volvo.

Ask-i-ask

Det så kallade ask-i-ask-ägandet är ett vanligt fenomen bland Wallenberg-företagen. Om till exempel X är kontrollägare i företag A, som i sin tur skaffar sig kontroll över företag B, så är samtliga ägare i företag A med och finansierar köpet av B medan X håller kontrollen även över detta bolag. Ask-i-ask-ägandet är således på liknande sätt som röstvärdesskillnader på aktier ett sätt att skaffa sig mer kontroll än vad man betalar för om man ser det med EG-kommissionens ögon, dvs om man anser att inflytandet ska svara proportionellt mot den andel kapital som satsas.

Rösträttsbegränsning

Begränsningen av hur stor röstandel en enskild aktieägare får rösta för på bolagsstämman brukar diskuteras i samband med minoritetsskydd. I den svenska aktiebolagslagen syftar möjligheten att begränsa en enskild aktieägares rösträtt till att skydda aktieägarminoriteten mot maktmissbruk från majoritetens sida. Tjugoprocentsregeln i aktiebolagslagens 9 kap 3 § innebär att en deltagare vid bolagsstämman inte får rösta för egen eller

annans räkning för sammanlagt mer än en femtedel av det vid stämman företrädda antalet aktier.

Regelns betydelse ska inte överdrivas. Den är dispositiv och många företag har gjort undantag från den i bolagsordningen. Regeln tar dessutom sikte på antalet aktier, vilket ju ger övertag åt den som har röststarka aktier gentemot den som har många röstsvaga aktier.

Försäkringsbolaget Skandia är det bolag som har drivit rösträttsbegränsningen längst i Sverige. Det låga antalet röster varje aktieägare där maximalt får använda brukar betecknas som ett exempel på väl utvecklad demokrati i näringslivet. EG-kommissionen har ett helt annat sätt att se på frågan. Kommissionen ser rösträttsbegränsningar som ett sätt för bolagsledningen att förskansa sig mot uppköp. Vilken raider är intresserad av ett företag där han aldrig kan få kontroll hur mycket aktier han är förvärvat?

Det ovan nämnda exemplet är några av de fenomen som av EG-kommissionen ses som hinder mot en öppen marknad för företagsförvärv i Europa.

För svensk del var nog den allmänna föreställningen till helt nyligen att frågan om röstvärdesdifferentiering av aktier var avförd från dagordningen. Mycken svensk utredningsmöda kan synas ha varit förgäves, men varken utvecklingen i Europa eller den svenska omsvängningen i europapolitiken kunde ha förutsetts ens av den mest insiktsfulle. Sverige håller på att bli en del av det nya Europa, dagordningen bestäms inte längre i Stockholm utan i Bryssel.

Aktiebolagskommittén arbetar nu med att anpassa den svenska bolagslagstiftningen till EG:s regler. Ett betänkande kommer att presenteras våren 1992. Vad beträffar aktiers röstvärde har det uttryckts från kommittén att denna fråga inte kommer att behandlas om EG ännu inte har fattat ett definitivt beslut.

3 *Bakgrunden till EG-förslaget*

Den 13 december 1990 lade EG-kommissionen fram förslag till ändring av de femte och trettonde bolagsrättdirektiven samt ett förslag till revidering av det redan gällande andra direktivet. Om förslagen till ett femte direktiv blir gällande rätt i Sverige kommer detta att innebära att alla aktier ska ha samma röstvärde.

Förslagen till ändringar grundar sig på en utredning gjord av EG:s kommissionär för Internal Affairs, Martin Bangemann, och kallas därför Bangemann-förslaget.

Vilken är då bakgrunden till att EG-kommissionen föreslagit Ministerrådet att möjligheten att emittera aktier med olika röstvärde ska förbjudas?

Ett centralt mål för EG är att skapa en hemmamarknad för medlemsländerna. Handel och ekonomisk tillväxt liksom samarbete över gränserna ska främjas, och man kan se EG som ett stort rationaliseringsinstrument. Avsikten är att Europa ska ta tillbaka det försprång Japan och USA skaffat sig genom enhetliga regler, effektiva företagsstrukturer och stordriftsfördelar. Europa hämmas av att det är indelat i nationella marknader med sinsemellan mycket olika regelverk. Uppgiften att skapa gemensamma spelregler för bolagen inom EG är en av kommissionens viktigaste. En gemensam marknad ska ge utrymme för de europeiska företagen att växa sig starka och därmed kunna hävda sig i den globala konkurrensen.

Den gemensamma marknaden ska utgå från en tullunion med gemensam handelspolitik. Fri rörlighet ska gälla för varor, tjänster, kapital och personer över de gamla nationsgränserna.

EG-företag ska kunna bedriva verksamhet i en annan medlemsstat på samma villkor som gäller för de inhemska företagen. Företag ska ges möjlighet att skaffa kapital och arbetskraft där de så önskar, och bedriva handel och försäljning fritt inom hela området.

Företag ska även fritt kunna köpas och säljas över nationsgränserna. Möjligheterna ska vara desamma oavsett såväl köparens som målföretagets nationalitet. Detta kräver omfattande samordning av medlemsstaternas lagstiftning, och att efterlevnaden övervakas.

Skillnaden mellan de nationella reglerna är betydande. I vissa länder finns inte centrala bolagsregister, och kraven på årsredovisning är skiftande. I många länder behöver dessutom aktieinnehav inte registreras.

Information om företags ägande och ekonomi är i många fall svår, om inte omöjlig, att få tag på i brist på regler om offentlighet och rapportering. Behovet av gemensamma regler är stort.

Ett gemensamt regelverk

Arbetet med harmonisering av bolagsrätten inriktades inledningsvis på att åstadkomma ett gemensamt regelverk för ekonomisk rapportering och redovisning. Det första bolagsdirektivet som togs av Ministerrådet så tidigt som 1968 ger de grundläggande reglerna för hur etablering av bolag ska ske.

I EG:s fortsatta arbete riktades intresset till regler rörande bolagsbildning. Grundtanken bakom ursprungsversionen av det femte bolagsdirektivet, där aktiers röstvärde regleras, var att åstadkomma gemensamma regler för ett bolags organisation. Inom medlemsländerna förekommer fler än 40 olika bolagsformer, och i vissa länder saknas även för noterade bolag fundamentala regler rörande hur verksamheten ska organiseras. Det är inte i alla länder självklart att det finns någon inom företaget som officiellt ansvarar för bolagets ekonomi och kan svara på frågor rörande denna.

Reglerna i medlemsländerna skiljer sig också åt vad beträffar ansvar för personal och frågor som rör de anställdas rättigheter. I den första versionen av det femte direktivförslaget stadgades först och främst att det för bolaget ska finnas ett verkställande

organ vars arbete ska övervakas av en styrelse. Redan i denna version fanns även regler rörande rätt till styrelserepresentation för de anställda. Detta var en mycket kontroversiell fråga och en av anledningarna till att förslaget inte gick igenom första gången det presenterades för Ministerrådet 1972, trots att reglerna med nutida mått mätt var mycket liberala. Förslaget innehöll för vissa av medlemsländerna svårsmälta nyheter som att en styrelse ska utses av bolagsstämman och att en tredjedel av ledamöterna ska utses av de anställdas representanter. Dessa regler skulle dock i sin dåvarande utformning inte haft särskilt stor genomslagskraft. Det femte bolagsdirektivet presenterades på nytt 1983 men inte heller då antogs det.

Hotet utifrån

Under 1980-talet ökade den industriella koncentrationen i världen. Japan och de aggressiva tigerekonomierna i Sydostasien stärkte sin ställning, och USA framstod allt tydligare som den nation som utvecklade de mest konkurrenskraftiga företagen. I Japan och USA var den industriella koncentrationen högre än i Europa, och de japanska och amerikanska företagen började agera mycket offensivt. Av de 22 största vitvaruföretagen i världen 1980 återstod tio år senare endast fem stycken. Utvecklingen inom förpackningsindustrin och många andra branscher visade samma tendens. Inom EG steg oron i takt med att de japanska och amerikanska företagen slog ut de europeiska.

”Take-over”-direktivet

Vid årsskiftet 1984/85 tillträdde en ny EG-kommission under ledning av Jacques Delors. Den nya Kommissionen agerade kraftfullt och upprättade ett fyraårsprogram i vilket man särskilt prioriterade åtgärder för att en gemensam marknad verkligen skulle vara genomförd 31 december 1992, den nu så välkända Vitboken.

Efter Delors tillträde mångdubblades antalet uppköp inom EG-länderna; 1988 genomfördes 3 000 företagsförvärv. I Storbritannien uppmärksammades att tre fjärdedelar av dessa skett i det egna landet.

Från brittiskt håll uttrycktes allt kraftigare önskemål om att reglerna för företagsförvärv skulle harmoniseras inom hela gemenskapen.

Inom EG pågick arbetet med de bolagsrättsliga reglerna i vetskap om att reglerna för företagsförvärv måste jämnas ut. År 1989 presenterade Kommissionen ett förslag till ett trettonde bolagsdirektiv som reglerar hur ett uppköpserbjudande ska gå till och hur alla inblandade parter ska agera i en förvärvssituation. Direktivförslaget – som allmänt kallas ”take-over”-direktivet – innehöll en budplikt vid ett aktieinnehav motsvarande en tredjedel av röstetalet. EG hade hämtat tankegångarna från de regler som gäller i Storbritannien inom detta område. Förslaget till ett trettonde bolagsdirektiv mottogs emellertid inte väl från alla håll. Kritikerna pekade på att det i flera av de kontinentala EG-länderna fortfarande skulle finnas betydande hinder mot uppköp.

Den brittiska regeringen lät till och med styrka detta i en särskild konsultrapport. EG-kommissionen reagerade genom att låta ett fristående konsultföretag, Booz Allen Acquisition Services med huvudkontor i Paris, undersöka den europeiska marknaden för företagsförvärv. I uppdraget ingick att lämna förslag till hur en gemensam marknad för företagsförvärv inom EG skulle skapas. Det begrepp som kom att användas för denna tänkta gemensamma marknad var ”a level playing field”. Vi har valt att översätta det med ”en gemensam spelplan”.

EG-kommissionens utredning

Booz Allen lade upp utredningen som en kartläggning av hinder mot företagsförvärv och resultatet presenterades för Kommissionen i december 1989. Mot bakgrund av Booz Allens rapport utformade Kommissionen förslag till ändringar. Det gällde dels förslagen till femte och trettonde bolagsdirektiv, samt en revidering av det redan gällande andra bolagsdirektivet.

I sin rapport konstaterade Booz Allen att det krävs en omfattande omstrukturering av den europeiska industrin. Europeiska företag måste få ner sina kostnader genom att skaffa sig stordriftsfördelar. Småföretag kommer inte klara sig utan kom-

mer att bli uppköpta eller slås ut. Följaktligen måste de mest konkurrenskraftiga av de europeiska företagen ges möjlighet att växa sig starka. De hinder som finns mot förvärv och som motverkar uppköp måste reduceras. Samtidigt ville utredarna ta till vara aktieägarnas intresse som alltid ska komma i första hand.

Det viktigaste av allt för att uppnå målen var enligt utredarna att skapa homogena regler för hela gemenskapen. Företagen ska ha möjlighet att agera på lika villkor inom hela området.

Men en kartläggning av existerande hinder mot företagsförvärv visade sig vara en svårbemästrad uppgift för EG-kommissionens konsult Booz Allen. Visserligen finns bolagsrättsliga regler av olika utvecklingsgrad i samtliga länder inom gemenskapen, men efterlevnaden är inte lika god överallt, och sanktionssystemet nästan obefintligt i vissa länder.

Även i de länder där bolagsrätten är väl utvecklad, till exempel i Tyskland, har en mängd försvarsåtgärder för att hindra uppköp utvecklats. I Frankrike har regeringen möjlighet att ingripa då ett företag hotas av utländskt uppköp.

Det finns också andra hinder av mer subtil natur som det inte går att komma till rätta med enkom med hjälp av ett välutvecklat regelsystem. I flera av länderna sker inte handeln med aktier i de stora företagen på den öppna marknaden. Inom hela gemenskapen är i genomsnitt endast hälften av de största företagen noterade på börslistorna, och även i de fall bolagen är noterade är det vanligt att kontrollposterna återfinns hos koncentrerade ägargrupper eller familjer som inte bjuder ut sitt innehav till försäljning.

EG-kommissionens konsultföretag valde att dela in hindren i två klasser utifrån om de kunde anses bero på strukturella egenskaper i landets kapitalmarknad, eller om de var tekniska hinder såsom avsaknad av bolagsrättsliga regler vad beträffar företagsöverlåtelser.

Strukturella hinder

Det främsta strukturella hindret ansågs vara det begränsade antal företag som verkligen finns noterade på börslistorna i de europeiska länderna. Inom EG är endast genomsnittligt 54 pro-

cent av de större företagen noterade. Detta ska jämföras med USA där 99 procent av de 400 största företagen är noterade. I Storbritannien är 67 av de av de 100 största inhemska företagen börsnoterade, och i Tyskland och Frankrike cirka hälften. Inte i något av de övriga 9 medlemsländerna är fler än en tredjedel av de 100 största företagen noterade på börslistorna.

På grund av det begränsade antalet noterade företag är börsvärdet inom EG cirka hälften av det amerikanska – det största värdet är koncentrerat till brittiska börsen, där värdet är tre gånger så stort som det genomsnittliga börsvärdet i övriga EG.

Dessutom är marknaden svår att överblicka eftersom företagen är spridda på ett stort antal börser – inom EG finns cirka 50 olika börser. Bristen på jämförbarhet mellan de olika marknaderna minskar tillgängligheten.

Ägarstruktur

Såväl ägarbilden som den consensus som kan råda mellan ägare i ett land kan utgöra ett strukturellt hinder mot uppköp. I till exempel Tyskland har bankerna ett stort inflytande över industrin. Det är vanligt att aktieägare som deponerar sina aktier i en bank även överlåter rösträtten till banken.

Ska ett uppköp lyckas krävs det därför ofta att inte bara målföretaget utan också att de banker som har inflytande över bolaget ställer sig positiva till affären.

Italien kännetecknas av ett ägande som är starkt koncentrerat till ett fåtal familjer. Drygt en tredjedel av det italienska börsvärdet kontrolleras av de tre familjerna Agnelli, de Benedetti och Feruzzi. Det är mycket svårt att genomföra en större affär i Italien utan godkännande från någon av dessa ägargrupper.

I Frankrike har staten efter andra världskriget stort inflytande över industrin. Såväl statligt ägande som traditionsbundet familjekoncentrerat ägande minskar utbudet av företag som kan förvärvas genom ett offentligt erbjudande.

Kapitalstruktur

Möjligheten att finansiera ett köp varierar mellan medlemsländerna. Tillgängligheten på riskvilligt kapital är en nödvändig förutsättning för att en livlig förvärvsmarknad ska kunna ut-

vecklas. Storbritannien är den i särklass tekniskt sett mest sofistikerade av finansmarknaderna och där finns flera olika möjligheter till finansiering.

Visserligen har kapitalmarknaden liberaliserats avsevärt, och en av de fyra friheterna inom EG är att kapital ska kunna flyttas mellan länderna. Men fortfarande erbjuder det svårigheter att finansiera ett köp i länder som till exempel Spanien, Portugal och Italien.

Gemensamt för ovan nämnda så kallade strukturella hinder är att de inte går att lagstifta bort. I stället är det EG-kommissionens förhoppning att de på längre sikt ska försvinna som en följd av att de tekniska hindren begränsas, och förvärvsmarknaden därmed förväntas skjuta fart inom hela gemenskapen.

Tekniska hinder

De så kallade tekniska hinder som identifierades i EG-kommissionens underliggande rapport delades upp i fem kategorier. Reglerna återfinns i till exempel Tyskland ofta på bolagsrättslig nivå, medan det i Storbritannien är fråga om börsregler och frivilliga överenskommelser.

Myndighetsnivå

EG-ländernas regelverk skiljer sig avsevärt sinsemellan. I Tyskland granskas förvärv noggrant av Bundeskartellamt, i Storbritannien av the Monopolies and Mergers Commission. I vissa länder saknas myndighetsorgan för kontroll av utländska förvärv. Myndighetskontroll av förvärv kan användas som ett hinder mot uppköp även om syftet egentligen är ett annat. Detsamma gäller för kartellförbud, som ju egentligen är ett sätt att hindra konkurrensbegränsning, men som kan användas för att blockera utländska köp.

Ett land kan också välja att skydda vissa sektorer av näringslivet. Förutom försvarsindustrin gäller det ofta bankväsen, mediaindustri och infrastrukturella branscher. Speciellt Frankrike med sitt starka statliga ägande utövar sträng kontroll, medan Tyskland har en mer liberal syn i dessa frågor.

I vissa länder förekommer regler med stöd av vilka myndigheterna kan gå in och blockera ett bud enbart beroende på köparens nationalitet.

Bolagsrättsliga hinder

Det sätt på vilket ett bolag är organiserat kan i sig utgöra ett hinder mot förvärv. Inom EG finns det fler än 40 olika bolagsformer.

Vidare kan lagen tillåta att kapitalinsatsen inte nödvändigtvis måste vara direkt relaterad till en akties rösträtt – det vill säga att en aktie inte motsvarar en röst. Aktierna kan också vara av så kallad innehavartyp (bearer shares). Detta innebär att de inte registreras på någon särskild ägare, vilket gör att det kan vara såväl dyrt som svårt för en köpare att lokalisera aktierna.

Den nivå vid vilken ett innehav måste anmälas, så kallad *uppflaggning*, påverkar också förvärvsklimatet i ett land. Är nivån låg kan målföretag identifiera eventuella köpare på ett tidigt stadium och sätta in motåtgärder.

Möjligheten att överlåta rösträtten till ett ombud (proxy voting) kan också utnyttjas som ett hinder mot förvärv. I vissa länder lämnas fullmakt automatiskt över till styrelsen om svar på kallelse uteblivit från aktieägarens sida. Det gör det möjligt för styrelsen att tillsammans med ledningen fatta drastiska beslut om försvarsåtgärder som kanske varit svårare att genomdriva om aktieägarna verkligen hade utnyttjat sin rösträtt, eftersom försvarsåtgärder inte alltid verkar i aktieägarens intresse.

Handel med egna aktier är ytterligare ett potentiellt förvärvshinder. Köper målföretaget upp egna aktier försvårar detta möjligheten för budgivaren att förvärva aktier. Dels på grund av att utbudet minskar, dels beroende på att priset stiger på de aktier som finns kvar på marknaden. I Storbritannien, Tyskland och Belgien finns redan förbud mot handel med egna aktier under liggande bud, medan köpmöjligheterna i Frankrike och Spanien under vissa omständigheter är obegränsade. I övriga länder var redan innan EG:s andra bolagsdirektiv togs av Ministerrådet innehavet begränsat till runt 10 procent av aktierna. Genom att det andra direktivet blev gällande rätt infördes denna begränsning dock inom samtliga medlemsstater.

Korsägande och cirkelägande är ägandeformer som EG:s konsulter ansåg helt sakna ekonomisk relevans, och endast vara till för att koncentrera makten till ett fåtal institutioner, familjer och individer, och inte bidra till ett effektivt resursutnyttjande.

Systemet i Tyskland och Nederländerna med en överstyrelse (egentligen övervakande styrelse) och understyrelse (ledning) utgör ett hinder mot förvärv. I Tyskland krävs idag 75 procent av rösterna för att genomdriva en förändring av överstyrelsens sammansättning. Det kan fördröja den tidpunkt då köparen kan ta verklig kontroll över företaget; därmed minskar naturligt nog intresset att lägga ett offentligt bud på bolaget.

Löntagarinflytande kan också utgöra ett hinder om förvärvet måste förhandlas. Endast i Nederländerna kan dock Arbetsrådet under en begränsad tid fördröja ett förvärv.

Börsregler och finansmarknad

I rapporten konstateras att utvecklade börsregler saknades i merparten av länderna. De två väsentligaste reglerna i en uppköpssituation är krav på tillkännagivande av budet och information om dess innehåll.

Handel med målföretagets aktier påverkar aktiekursen varför även detta anses påverka ett förvärv. Inget av medlemsländerna har i lag stadgat om börsstopp, men i Frankrike är det praxis att handel med aktien stoppas precis som i Sverige, vilket dock mer sällan sker i Storbritannien.

Budplikten är ytterligare en fråga som Kommissionen vill reglera. Vid vilken – om någon – nivå måste en aktieägare lägga ett bud på resterande aktier? Varken Tyskland, Italien eller Belgien har regler som tvingar aktieägare att vid visst innehav erbjuda sig att köpa resterande aktier. I Storbritannien inträder budplikt vid ett innehav av 30 procent av röstetalet och i Frankrike vid en tredjedel då ett bud som omfattar minst två tredjedelar av aktiestocken måste läggas.

Regler i bolagsordningen

Möjligheten för styrelse och ledning att i bolagsordningen införa bestämmelser som på ett eller annat sätt försvårar ett överta-

gande är ett av de mest frekvent använda hindren mot företagsförvärv. I vissa länder är det tillåtet att i bolagsordningen införa bestämmelser som är striktare än lagens regler. Exempel på detta är krav på uppflaggning av innehav, som i Frankrike kan sättas så lågt som vid 0,5 procent. En låg gräns gör det möjligt för ledningen att snabbt få information om köp, och tidigt sätta in motåtgärder.

Ett annat exempel är möjligheten att i bolagsordningen stadga att aktier ska ha olika rösträtt eller att en enskild aktieägare endast får rösta för en viss begränsad procentandel av det totala röstetalet.

Dessa möjligheter används inom de flesta medlemsstater. I framför allt Tyskland används möjligheten till rösträttsbegränsning flitigt av företagen. Den sätts ofta till fem eller tio procent av röstetalet, och köparen får svårt att utöva något reellt inflytande även om han förvärvar över femtio procent av rösterna.

Tvång att först erbjuda aktier till vissa köpare och krav att nya köpare först måste accepteras av ledningen är andra exempel på tillägg i bolagsordningen som kan försvåra uppköp.

Rundligt tilltagna avgångsvederlag till ledningen i händelse av att företaget blir uppköpt är ytterligare ett exempel på en metod att göra företaget mindre intressant att köpa.

Lednings- och styrelsenivå

Blir ett företag föremål för ett fientligt uppköpshot kan styrelse och ledning vidta vissa åtgärder för att hindra att köpet genomförs. Det kan gälla så dramatiska åtgärder som att stycka företaget och sälja ut värdefulla tillgångar för att göra det mindre attraktivt ur budföretagets synvinkel. Är kontrollen över företaget viktig för ledningen kanske den väljer denna utväg trots att det varken gynnar företaget eller de anställda.

Ett företags mest värdefulla tillgång brukar kallas dess kronjuvel – det kan vara en fastighet, en verksamhetsdel eller ett dotterbolag. Möjlighet för företaget att avyttra dessa kronjuveler under liggande bud – *crown jewel defence* – kräver i Storbritannien och i Tyskland beslut på bolagsstämma, men behandlas från fall till fall i övriga medlemsländer.

Det som egentligen går under beteckningen pac man-effekt, också kallat lash back eller counter tender, innebär att styrelsen

i det uppköpshotade företaget lägger ett motbud på budföretaget. Detta är i och för sig inte ett förvärvshinder, men olika regler rörande möjligheten till korsägande kan behöva beaktas i en sådan situation.

Ett annat sätt att försöka undvika uppköp är att späda ut budföretagets aktieinnehav genom att emittera nya aktier till en tredje part eller lösa upp reserver eller säkerheter. Dessa försvarsåtgärder kan beslutas om av styrelsen i de flesta länder, men ska i exempelvis Tyskland hänskjutas till bolagsstämma.

En sammanställning över de vanligaste försvarsåtgärderna återfinns i Appendix.

Så långt EG:s underliggande konsultrapport. Slutsatsen i rapporten var att de tekniska hindren kan begränsas, men att de strukturella hindren är svårare att komma till rätta med.

Det femte bolagsdirektivet aktualiseras

Med rapporten som underlag presenterade EG-kommissionens ledamot Martin Bangemann en första sammanställning för Ministerrådet i november 1989. Kommissionen konstaterade att utredningen visat att fientliga förvärv helt enkelt inte är genomförbara i de flesta medlemsländer. Vidare uttryckte Kommissionen åsikten att det är företagetes aktieägare och inte dess ledning som ska fatta beslut om hur man ska agera i en uppköpssituation. Under det fortsatta arbetet valde Martin Bangemann att aktualisera det vilande femte direktivet som rör bolagens organisation. Avsikten var att nå en bred lösning på problemet med olika villkor för övertaganden.

I det femte direktivet regleras bland annat frågan om aktiers röstvärde och rösträttsbegränsningar på bolagsstämman. I sin helhet reglerar direktivet strukturen på aktiebolag och styrelsens ansvar.

I direktivet anges vilka olika bolagsformer det avser att gälla. Det omfattar i praktiken alla större aktiebolag, såväl börsnoterade som OTC-bolag och ytterligare andra bolag. Däremot finns det i de flesta EG-länder särskilda bolagsformer som inte skulle omfattas av direktivförslaget och Aktiebolagskommittén väntas föreslå en liknande lösning i svensk lagstiftning.

Aktiers röstvärde föreslogs som i de tidigare versionerna från

1972 och 1983 svara mot den andel kapital de representerat.

Men Bangemann föreslog flera ändringar i direktivet, och dessa nya ändringar berör inte minst den artikel som behandlar aktiers röstvärden.

4 *EG-kommissionens förslag*

Det förslag Martin Bangemann har presenterat består av ändringar i tre bolagsdirektiv:

- förslaget till ett femte direktiv
- förslaget till ett trettonde direktiv
- det redan antagna andra direktivet

Kommissionen har därefter lagt fram hela det femte och trettonde direktivet i förändrad form som ett förslag, samt de delar av det andra direktivet som Bangemann vill revidera. Martin Bangemann föreslog följande ändringar:

Förslaget till ett ***femte*** *direktiv förstärks på följande sätt*:

- möjligheten att emittera rösträttslösa preferensaktier begränsas till maximalt 50 procent av aktiekapitalet
- förändringar av styrelsen i målföretaget ska underlättas genom att högst absolut majoritet krävs samt att förbud införs mot exklusiv rätt att nominera en majoritet av ledamöter till styrelsen.
- begränsning av rösträtt på bolagsstämman förbjuds

I förslaget till ett ***trettonde*** *bolagsdirektiv föreslog Martin Bangemann bland annat följande ändring*:

- köp av egna aktier utan bolagsstämmans medgivande ska förbjudas under den tid ett offentligt bud föreligger

I det redan antagna ***andra*** *bolagsdirektivet föreslås*:

- regler rörande eget aktieinnehav ändras. Begränsningarna ska även omfatta dotterbolags och filials innehav av aktier i moderbolaget.

Notera att förslaget att aktiers röstandel ska vara proportionell till kapitalinsatsen återfanns redan i 1983 års skrivning av det femte direktivet. Bangemanns ändringar innebär en skärpning av redan föreslagna regler. Detsamma gäller erbjudandeplikten i det trettonde direktivet som fanns med då detta presenterades 1989. Det förslag kommissionen nu har lagt avser hela det femte och trettonde direktivet inkluderande Bangemanns förändringar.

På Luciadagen 1990 presenterade kommissionen förslagen till ändringar för Ministerrådet. Kommissionen var i sin presentation noga med att framhålla att företagsförvärv inte ses som ett självändamål, utan är en följd av strävan att ge marknadskrafterna möjlighet att låta de konkurrensstarka företagen växa för att kunna hävda sig i den globala konkurrensen.

Femte direktivet

Det femte direktivet omfattar 65 artiklar fördelade på sju kapitel. De områden som regleras är:

- regler rörande styrelse och ledning
- aktiers rösträtt
- skydd för minoritetsägare
- regler för bolagsstämma
- löntagarinflytande
- grundläggande regler för revision

De ändringar som Bangemanns utredningar föranlett berör de artiklar som reglerar val till styrelse, rätt för företaget att emittera aktier samt begränsning av rösträtt på bolagsstämma.

Artikel 33

Aktiers röstvärde behandlas i femte direktivets 33:e artikel. Den lydelse som nu presenterades i Bangemannförslaget var följande:

> *Article 33*
> 1. The shareholder's right to vote shall be proportionate to the fraction of the subscribed capital which the shares represent.

2. Notwithstanding paragraph 1, the laws of the Member States may authorize the memorandum and the articles of association to allow restriction or exclusion of the right to vote in respect of shares which carry special pecuniary advantages. Such shares may not be issued for an amount exceeding 50 % of the subscribed capital. Where the company has not fulfilled the obligations arising in respect of such shares for a period which may not exceed three consecutive accounting years, the holders of those shares shall acquire voting rights in proportion to the fraction of the subscribed capital which those shares represent, and the voting rights thus acquired shall be equivalent to those of the other shareholders.
3. Any shareholder who, at the date of the general meeting, has not paid up calls made by the company at least one month earlier may not exercise his right to vote.

Första punkten stadgar alltså att aktieägares rätt att rösta ska stå i proportion till den del av kapitalet som aktien representerar. Det motsvarar vad som i dagligt tal brukar kallas en aktie – en röst.

Under punkt två medges undantag för aktier som bär på särskilda rättigheter. Bangemanns ändring av tidigare förslag består i att ytterligare en möjlighet till undantag för olika sorters aktieslag har tagits bort.

Dessutom är det nu klart uttalat i andra stycket, att undantaget från regeln om proportionalitet som stadgas i punkt ett begränsas till att gälla maximalt 50 procent av aktiekapitalet. Det sägs vidare att dessa aktier ska ha vissa ”pekuniära” fördelar, vilket uttolkat innebär att det endast är preferensaktier som kan komma ifråga.

Preferensaktierna ges automatiskt rätt till samma röstvärde som de vanliga aktierna om innehavaren inte har erhållit sina särskilda fördelar. Då förslaget presenterades för kommissionen föreslogs att detta skulle gälla vid utebliven rättighet under tre på varandra följande räkenskapsår. Efter att ha hört parlamentet ändrades förslaget dock till att gälla från och med första året denna rättighet uteblivit.

Undantaget för aktier som inte ger full rösträtt, dvs preferensaktier, har av EG-kommissionen motiverats med att man vill ge företagen möjlighet att tillfredsställa särskilda finansie-

ringsbehov. Den minskade eller uteblivna rösträtten ska alltid kompenseras med andra fördelar. Som exempel på sådana fördelar nämner kommissionen i sin egen kommentar till artikeln *högre utdelning, företräde till utdelning* eller *företräde vid fördelning av tillgångarna i bolaget vid en eventuell likvidation av bolaget*, dvs just det som betecknar preferensaktier.

Att gränsen för mängden rösträttslösa preferensaktier har angivits till just 50 procent av aktiekapitalet motiveras av kommissionen med att ett större utbud av röstsvaga eller rösträttslösa aktier riskerar att koncentrera rösträtten till ett fåtal ägare som är vänligt inställda till företagets ledning. Det skulle kunna utgöra ett hinder i en uppköpssituation där ledningen vill slå vakt om rådande förhållanden istället för att ge aktieägarna möjlighet att ta del av ett generöst bud.

I syfte att balansera mellan fördelar och nackdelar med systemet med preferensaktier valde kommissionen att sätta gränsen vid 50 procent av kapitalet efter mönster från flera av medlemsländernas befintliga lagstiftning.

Ytterligare ett undantag från regeln en aktie – en röst fanns tidigare upptagen i artikel 33. Det gällde begränsning av det maximala antal röster en enskild aktieägare får utnyttja vid bolagsstämman. Möjligheten till rösträttsbegränsning brukar motiveras med att den ger små aktieägare skydd mot eventuellt godtycklig behandling från de stora aktieägarnas sida.

EG-kommissionen valde dock att stryka detta undantag i det förslag som nu har presenterats med motiveringen att rösträttsbegränsningar har börjat användas allt oftare i flera medlemsländer, och då endast i syftet att motverka försök till övertaganden (se fallet Feldmühle i Kapitel 5!). Istället hänvisar kommissionen till ett väl utbyggt minoritetsskydd i flera andra artiklar i det femte direktivet.

Det femte direktivets övriga bestämmelser

I direktivets 64:e artikel ges medlemsstaterna möjlighet att lagstadga så att vid tidpunkten för reglernas ikraftträdande redan existerande bolag har 18 månader på sig att organisera sig i enlighet med direktivets regler och upp till fyra år för att organisera styrelsen.

Ytterligare några ändringar i direktivet är av intresse. I artik-

larna 4 och 21 tas möjligheten bort att i bolagsordningen stadga om exklusiv rätt att nominera en majoritet av styrelsen för vissa aktieägare. Prioritetsaktier med sådan företrädesrätt förbjuds alltså.

I artikel 36 har lagts till en punkt som förbjuder krav på mer än absolut majoritet av rösterna för förändring i företagets styrelse eller ledning. Denna ändring är främst föranledd av de vanligt förekommande tyska och nederländska kraven på kvalificerad majoritet för att genomföra förändringar i överstyrelsen.

Direktivets innehåll har i övrigt i princip inte ändrats, utan har samma utformning som 1983. Reglerna motsvarar i stora drag de tre första kapitlen samt kapitlen åtta till tio i den svenska aktiebolagslagen. I vissa fall har medlemsstaterna lämnats valfrihet att en på detaljnivå tillämpa egna regler.

I direktivet finns även regler som syftar till att begränsa möjligheten för ett företag att använda sig av den form av skydd mot uppköp som brukar kallas shark repellent, eller hajpulver på svenska. Det betecknar att bolagsordningen innehåller regler som endast syftar till att försvåra ett övertagande av kontrollen i företaget. Som exempel kan nämnas den i Tyskland tillämpade regeln att en ledning inte kan avsättas i förtid.

Varje aktieägare har rätt att själv eller genom ombud delta i bolagsstämman, och får därigenom viss insyn i förvaltningen. Aktieägare har även rätt att inför bolagsstämman få information om verksamheten i de frågor som är upptagna på agendan.

Minoritetsägares intressen är vidare tillvaratagna ifråga om möjlighet att väcka talan i fråga om ansvar å bolagets vägnar. Dessutom ges innehavare av minst 5 procent av aktiekapitalet möjlighet att påkalla extra bolagsstämma samt göra tillägg till agendan på bolagsstämma.

Direktivet stadgar kvalificerad majoritet för ändring av bolagsordningen varför en minoritet kan hindra detta. Men medlemsstaterna ges möjlighet att lagstadga att om minst hälften av aktiekapitalet är representerat vid stämman, så är enkel majoritet tillräcklig.

I vissa länder används olika former av aktieägaravtal för att behålla kontrollen i ett företag. Dessa innebär i första hand hembudsregler och optioner som aktiveras vid uppköpserbjudande, men det kan även gälla förbindelser att under vissa omständigheter rösta i enlighet med instruktioner från styrelse och

ledning. I direktivets artikel 35 har EG-kommissionen försökt "demokratisera" aktieägandet genom att ta in en tvingande bestämmelse om att avtal som begränsar aktieägares rätt att fritt utöva sin rösträtt är ogiltigt.

Löntagarinflytandet har skärpts kraftigt i den nya versionen av femte direktivet. Dels ges de anställda rätt till insyn i bolagets verksamhet, ledning, utveckling, finansiella situation och investeringsplaner, dels ska viktiga beslut som rör bolagets organisation eller verksamhet enligt de nyare reglerna förhandlas.

Trettonde direktivet

Det trettonde direktivet benämns "take over"-direktivet, eller på ren svenska övertagandedirektivet. Förslaget omfattar 23 artiklar och lades första gången fram för Ministerrådet i januari 1989. Det presenterades sedan i förändrat skick av Martin Bangemann 1990.

Direktivet innehåller krav på erbjudandets innehåll, obligatoriska åtgärder och regler rörande såväl bud- som målföretagets agerande i en förvärvssituation. Avsikten med reglerna är att tillvarata aktieägarnas intresse på så sätt att full information och dokumentation ska lämnas ifråga om situationen i olika lägen. Direktivet innehåller i första hand detaljerade regler för hur budet ska dokumenteras och utformas, och den senaste ändringen innebär framför allt – liksom övriga ändringsförslag – en skärpning av terminologin. Eftersom definitionen av vissa ord varierar mellan länderna och för att undvika konflikter ifråga om detta har man i Artikel 2 definierat företeelserna förvärv eller annat offentligt erbjudande – take over or other general bid – som ett erbjudande till innehavarna av värdepapper – securities – utgivna av ett företag att förvärva samtliga eller delar av dessa värdepapper kontant eller i utbyte mot andra värdepapper.

Erbjudandeplikt

I trettonde direktivförslagets fjärde artikel anges under första punkten när skyldighet att lämna ett offentligt uppköpserbjudande inträder och vilken omfattning erbjudandet ska ha.

> *Article 4*
>
> Obligation to make a bid
>
> 1. Any person ("the acquirer") who as a result of acquisition by himself or by a person referred to in paragraph 2 holds securities which added to any existing holdings give him a percentage of the voting rights in a company which may not be fixed at more than one-third of the voting rights existing at the date of acquisition shall be obliged to make a bid to acquire all the securities of the company.

Budplikt inträder alltså då en persons innehav uppgår till minst en tredjedel av det totala röstetalet.

Direktivet är ett minimidirektiv; 33 procent som gräns för när uppköpserbjudande ska läggas är en minimigräns, och gränsen kan av medlemsstaterna sättas lägre. Storbritannien har en gräns vid 30 procent, Spanien 25 procent, bl a Belgien har ingen budplikt alls.

Trettonde direktivets fjärde artikel är omfattande, och i dess andra punkt räknas ett antal situationer upp i vilka medlemsstaterna ges möjlighet att lämna undantag för budplikt. Ett exempel är om en annan betydande ägare finns, ett annat om gränsen en tredjedel inte överskrids med mer än 3 procent och innehavaren lämnar en skriftlig garanti om avyttring av aktier tills tredjedelsinnehavet underskrids inom ett år.

I punkt tre ges efter Bangemanns ändringar även riktlinjer för kontrollorgans tillämpning av undantagen vilket saknades i den första versionen av förslaget. Detta är en eftergift till britterna som då förslaget kom 1989 protesterade mot en rättslig reglering av den obligatoriska budplikten. Britterna förväntas nu godta denna, förutsatt att budplikten omfattar 100 procent som i Storbritannien.

Den fjärde artikeln har genomgått betydande förändringar efter Bangemanns bearbetning av förslaget. Syftet har främst varit att det klart och tydligt ska framgå när ett bud på den

resterande delen av aktiestocken måste läggas. Det står sedan medlemsländerna fritt att själva besluta om en ännu lägre gräns för budplikt än en tredjedel av röstetalet.

Erbjudandeplikt anses allmänt vara ett aktieägarvänligt instrument eftersom resultatet vid ett uppköpsförsök blir att de små aktieägarna nås av ett lika generöst erbjudande som kontrollaktieägaren. Däremot är det tveksamt om erbjudandeplikten ligger i linje med EG-kommissionens huvudsakliga intention, att underlätta företagsförvärv inom den framtida gemenskapen. Tvång att lägga ett bud på hela aktiestocken kan naturlirtvis verka hämmande på en förvärvskandidat.

Försvarsåtgärder

Den mest omfattande förändringen i det trettonde direktivförslaget har emellertid gjorts i dess Åttonde artikel. Artikeln reglerar vilka försvarsåtgärder styrelse och ledning i ett uppköpshotat företag får vidta. Enligt förslaget får styrelse och ledning inte utan godkännande av bolagsstämman besluta om:

- nyemission av aktier
- betydande förändringar av företagets tillgångar
- köp av egna aktier

Detta innebär att styrelsens möjlighet att värja sig mot oönskade uppköp begränsas.

Kommissionen understryker i förordet till direktivförslaget att beslut om samtliga försvarsåtgärder skall fattas i "demokratisk" ordning av aktieägarna, som ska ha rätt till information om budets omfattning och innebörd för alla parter.

Andra direktivet

Det andra bolagsdirektivet reglerar bildande av aktiebolag och förändring av dess aktiekapital. Direktivet antogs av Ministerrådet 1977. De nu föreslagna ändringarna gäller artiklarna 19–24 som begränsar företags möjlighet att förvärva egna aktier. Artikel 20 anger en högsta gräns om 10 procents innehav i egna aktier.

Detta kan emellertid företagen kringgå genom att låta dotterbolag och andra intressebolag stå för uppköpen. Bangemanns förslag till ändring innebär att tioprocentsgränsen ska omfatta dotterbolags och filials möjlighet att äga aktier i moderbolaget.

I de delar av det andra direktivet som inte är föremål för ändringar och som redan är antaget regleras bland annat aktiekapitalets storlek. Inom EG ska aktiekapitalet vara minimum 25 000 ECU, vilket motsvarar cirka 185 000 kronor. Minst 25 procent av detta ska betalas kontant. Texten i detta direktiv motsvarar närmast de fjärde, sjätte, sjunde och trettonde kapitlen i vår svenska aktiebolagslag.

Den svenska aktiebolagskommittén kommer i sitt betänkande våren 1992 att föreslå förändringar i den svenska lagen mot bakgrund av EG:s bolagsdirektiv. En av de självklara förändringarna är då en anpassning av den nedre gränsen för storleken på aktiekapitalet, som ju i Sverige är blott 50 000 kronor, men kommittén föreslår troligen också olika bolagsformer för stora och små företag, enligt den modell som är vanligt förekommande i EG-länderna.

Frågans vidare behandling

EG-kommissionen har alltså föreslagit EG:s beslutande organ, Ministerrådet, hela de femte och trettonde bolagsdirektiven i förändrad form samt en revidering av det gällande andra direktivet. Parallellt sker nu en granskning av förslaget i Ministerrådets expertgrupper samt i EG:s Parlament, det som inom EG benämns Europaparlamentet.

Under våren 1991 har såväl frågan om aktiers röstvärde som budplikt diskuterats intensivt i expertgrupperna. Flera länders representanter har velat göra undantag vad beträffar aktiers röstvärde för det egna landet. Samtidigt har Parlamentet behandlat frågan. Parlamentet har inhämtat juridiska utskottets betänkande, och juridiska utskottet har i sin tur har hört ekonomi- och industriutskottet.

Ekonomi- och industriutskottet accepterade att en regel om en aktie – en röst införs, men ville återta ett tidigare undantag (artikel 33, punkt 2 b) som möjliggör rösträttsbegränsningar vid bolagsstämman.

Parlamentets juridiska utskott avgav i juli 1991 ett betänkande till Parlamentet där ekonomi- och industriutskottets yttrande bifogades. Juridiska utskottet godkände också principen en aktie – en röst. På några punkter ville dock utskottet se en skärpning jämfört med Kommissionens förslag. För det första ansåg utskottet att den ägare till preferensaktier som inte får sina särskilda förmåner inte ska behöva vänta tre räkenskapsår på rösträtt, utan omedelbart kompenseras med full rösträtt som en följd av att fördelarna uteblivit.

Juridiska utskottet förordade vidare en skärpning av reglerna beträffande nominering av styrelseledamöter. Aktier som ger prioriterad rätt att välja styrelseledamöter ska helt förbjudas. I Kommissionens förslag sägs att ingen aktiekategori ska ha exklusiv rätt att nominera en majortiet av styrelseledamöterna.

Parlamentet samlades för omröstning den 10 juli 1991. Det förekom ingen principdebatt om röstvärdesdifferentiering.

Talesmän för olika politiska grupperingar yttrade sig, och samtliga ställde sig bakom Kommissionens förslag och utskottens rapporter. Martin Bangemann välkomnade Parlamentets stöd, och sade sig vara beredd att överväga vissa av ändringsförslagen, bland annat vid vilken tidpunkt preferensaktier ska tillerkännas rösträtt om de särskilda fördelarna uteblir. Bangemann noterade samtidigt att frågans behandling i Ministerrådet skulle komma att bli svårlöst.

Inför omröstningen skedde två saker. En grupp franska parlamentariker krävde ett tillägg till artikel 33, vilket skulle tillåta dubbel rösträtt för aktier som innehafts av samma ägare i två år (enligt fransk modell). Vidare meddelade den danska ledamoten Marie Jeppsen att hon tänkte rösta emot hela förslaget (efter att ha fått "order" från Industridepartementet i Köpenhamn).

Vid omröstning antog dock Parlamentet EG-kommissionens förslag, och varken de franska eller danska protesterna vann gehör. De ändringar de båda utskotten förslagit antogs också. I artikel 33 vill följaktligen Parlamentet återinföra ett undantag som tillåter rösträttsbegränsningar på bolagsstämma samt ge innehavare av preferensaktier omedelbar rösträtt om de särskilda fördelarna uteblir. Vidare föreslog Parlamentet att prioritetsaktier med företräde att nominera styrelseledamöter förbjuds. Det är viktigt att framhålla att Parlamentets roll inom EG endast är rådgivande. Den opinionsmässiga betydelsen för

Kommissionen att ha Parlamentets godkännande bakom sig i de fortsatta diskussionerna i Ministerrådets expertgrupper ska dock inte underskattas.

I november 1991 presenterade Kommissionen en ny skrivning av det femte bolagsdirektivets artikel 33, som innebär att preferensaktier omgående ska ges full rösträtt om de särskilda fördelar som är knutna till aktien uteblir. Önskemålen att åter införa undantag för rösträttsbegränsningar vid bolagsstämman bifölls emellertid inte av Kommissionen.

Normalt ska förslaget nu återgå till Ministerrådet som ska ta ett första beslut, en "common position", innan det går vidare till Parlamentet för en så kallad andra läsning. Vidare skulle det sedan åter gå till Ministerrådet för definitivt beslut, "adaption".

Den debatt förslaget har väckt har dock föranlett Martin Bangemann att låta förslaget vila i avvaktan på att frågan om löntagarinflytande löses genom förordningen om Societas Europea, Europabolaget.

Ordförandeskapet för Ministerrådet skiftar varje halvår. Första halvåret 1992 ska Portugals representant i Ministerrådet sitta ordförande, därefter är det Storbritanniens tur under andra halvåret 1992. Förslaget kommer dock med största sannolikhet inte upp till behandling i Rådet igen förrän under senare delen av 1992, då Storbritannien innehar ordförandeskapet. Britterna har visserligen invänt mot förslagets nuvarande regler rörande löntagarinflytande, men de ställer sig positiva till stora delar av innehållet i övrigt. Om man kan komma överens om hur löntagarinflytandet ska regleras i Societas Europea-bolagen finns möjligheten att förslaget till 5:e direktiv tas under Storbritanniens ordförandeskap.

Vad beträffar hela EG-kommissionens förslag ska man dock hålla i minnet att det inom EG:s styrande organ finns starka krafter som värnar om en ökad konkurrens mellan företagen. Dessa kan knappast förväntas odelat stödja ett förslag som syftar till att underlätta uppköp, och i förlängningar fusioner av stora företag inom EG.

För svensk del innebär ett genomförande av förslaget stora förändringar. EES-avtalet stadgar en införandetid om två år för nu gällande EG-rätt. För senare antagna direktiv kommer i direktiven angiven tid, för femte direktivet 18 månader, troligtvis gälla på samma sätt som för EG:s medlemsstater.

En fråga angående aktieinnehav som varken EG:s gällande bolagsrätt eller de nya förslagen löser är problemet med så kallade innehavaraktier, "bearer shares". I Sverige har vi lagstadgat krav på registrering av aktieinnehav. Detta saknas i flera av EG-länderna. Frånvaron av tillförlitliga uppgifter om aktieägare kan vara ett minst lika stort hinder mot uppköp som differentierad rösträtt.

Någon erbjudandeplikt finns inte i Sverige idag, och en tvingande regel om att ett offentligt bud på samtliga aktier i ett företag måste läggas vid ett innehav motsvarande en tredjedel av röstetalet skulle naturligtvis få dramatiska konsekvenser. Vad beträffar denna regel ger dock EG medlemsstaterna möjlighet att göra undantag i den inhemska lagstiftningen, varför följderna för svensk del inte ska överdrivas.

Förbud för företag att äga egna aktier i större omfattning än tio procent är i själva verket en liberalisering för svensk räkning, eftersom det idag råder totalt förbud mot detta i Sverige. Inte heller dotterbolag får äga aktier i moderbolaget.

Visserligen påverkas Sverige kraftigt av EG-förslaget på grund av reglerna om aktiers rösträtt. Samtidigt lämnas en av de fundamentala frågorna runt ägarstrukturen därhän. Korsägandet – som är mycket utbrett i Sverige – fördöms i och för sig i EG-kommissionens underliggande rapport, men behandlas inte i det officiella förslaget.

Ministerrådet, som ytterst har att besluta om EG-kommissionens förslag, består av tolv ledamöter, en regeringsmedlem från varje medlemsland. Antalet röster är totalt 76 fördelade enligt följande: Storbritannien, Frankrike, Tyskland och Italien har vardera tio röster, Spanien har åtta, Danmark och Irland tre, Luxemburg två och övriga fyra länder fem röster var. Sverige skulle som medlem troligtvis komma att hamna på nivån fem röster.

Reglerna är utformade så att de större länderna inte kan "köra över" de mindre. Besluten i Ministerrådet kan i dessa frågor fattas med kvalificerad majoritet.

EG:s Ministerråd

12 ministrar
Tillsammans 76 röster
Kvalificerad majoritet 54 röster

	Antal röster
Tyskland	10
Frankrike	10
Storbritannien	10
Italien	10
Spanien	8
Belgien	5
Grekland	5
Nederländerna	5
Portugal	5
Danmark	3
Irland	3
Luxemburg	2
	76

Inledning till länderkapitel

De följande kapitlen avser att närmare beskriva hur röstvärdesdifferentiering eller andra instrument som också syftar till att behålla kontrollen över företag används i andra länder. Urvalet har av naturliga orsaker styrts av huruvida länderna är medlemmar i EG, men även några länder utanför gemenskapen har tagits med.

Stort utrymme ägnas de tre stora ekonomierna inom EG: Tyskland, Storbritannien och Frankrike. Deras röst väger tungt i Ministerrådet, och samtliga har anfört kritiska synpunkter på EG-kommissionens förslag. Det gäller dock inte i första hand förbudet mot röstvärdesdifferentiering, utan andra delar av förslaget som anses påverka det egna näringslivet negativt. En mer övergripande bild av förvärvsklimatet ges i beskrivningen av de tre länderna.

Vidare har regelverket och praxis i Nederländerna behandlats utförligt. Orsaken är att Nederländerna har kommit att hamna i debattens fokus, då företagen där omger sig med omfattande skydd mot oönskade uppköp. EG-förslaget skulle om det blir verklighet sopa rent bland en snårskog av försvarsåtgärder. Protesterna mot EG-förslaget har också varit starkast i Nederländerna, där Amsterdams fondbörs låtit beställa en större utredning som fullständigt underkänner EG-kommissionens undersökningar och slutsatser.

Som en jämförelse ges en beskrivning av förhållandena i Italien. Trots mängden av stora och internationellt välkända företag fruktar man där inte alls EG-förslaget. Orsaken är en annorlunda ägarstruktur där handeln med aktier via fondbörsen inte spelar en så betydande roll.

Bland de nordiska grannländerna har självklart EG-landet Danmark medtagits. I Danmark är samma system med röstvärdesdifferentiering som i Sverige vanligt. Från danskt regeringshåll har riktats häftig kritik mot förslaget om ett förbud mot röstvärdesdifferentiering. EG-kommissionens åsikt att den används främst för att skydda företag mot oönskade uppköpsförsök tillbakavisas med eftertryck av danskarna.

Finland och Norge har båda olika former av röstvärdesdifferentiering; den finska liknar mer den svenska medan Norge har valt en egen väg.

USA påverkas förvisso inte av EG-förslaget, men den amerikanska aktiemarknaden, och då främst New York-börsen (New York Stock Exchange eller NYSE) är principiellt intressant i detta sammanhang. Av hävd har aktiehandeln på NYSE förknippats med lika röstvärde för alla aktier. Kritiker av EG-förslaget talar ofta om att ett anglosaxiskt synsätt har tillåtits dominera kommissionens arbete i allt för hög grad. I själva verket har utvecklingen i USA gått i rakt motsatt riktning de senaste åren vad beträffar aktiers rösträtt. Numera accepteras röstvärdesdifferentiering, och den regel som tillkom för att garantera lika röstvärde är så full av undantag att den istället har kommit att legitimera röstvärdesskillnader. Någon bredare bild av förvärvsklimatet i USA ges inte, beskrivningen av hur New York-börsen övergav sina gamla regler om en aktie – en röst tar tillräckligt med plats i anspråk för denna skrift.

Inte heller Japan har sin naturliga plats i denna beskrivning. Men Tokyo-börsen har periodvis varit den största handelsplatsen för aktier i världen på senare år, och detta tillsammans med de japanska företagens framgångar synes vara anledning nog att kort belysa förhållandena i Japan. Grundproblemet är detsamma som på andra håll i världen: företagen är på jakt efter riskvilligt kapital, men vill ha möjlighet att emittera värdepapper som inte ändrar ägarförhållandena i bolaget. Nyligen har reglerna liberaliserats vad beträffar möjligheten att emittera rösträttslösa preferensaktier, men det japanska näringslivet ville gå längre och förordade en modell likt den EG-kommissionen nu föreslår där andelen rösträttslösa preferensaktier kan uppgå till hela 50 procent av aktiekapitalet.

Belgien utmärks inte av en särskilt livlig börshandel, utan har medtagits för att ge plats åt en beskrivning av den italienske

industrimannen Carlo de Benedettis försök att köpa upp det väldiga holdingbolaget Société Générale. I försvaret av företaget användes flera av de metoder EG-kommissionen vill förbjuda, och händelserna i Belgien anses ha påverkat EG-kommissionen kraftigt när det gäller utformningen av det trettonde bolagsdirektivet, som ju syftar till att begränsa företagsledningens möjlighet att förskansa sig.

5 *Tyskland*

Det finns åtta olika börser i Tyskland. Frankfurtbörsen är den största och mest kända med cirka två tredjedelar av handeln. Övriga marknadsplatser finns i Düsseldorf, München, Hamburg, Stuttgart, Berlin, Hannover och Bremen. Den tyska aktiemarknaden är liten i förhållande till ekonomins storlek. Börsvärdet var i förhållande till bruttonationalprodukten 31 procent år 1989, vilket är lågt jämfört till exempel med Storbritannien där förhållandet samma år var 99 procent. (Källa: Coopers & Lybrand, OECD)

Koncentrationen är hög, blott tio företag svarar för drygt 40 procent av marknadsvärdet hos de cirka 500 företag som finns noterade på Frankfurtbörsen. Bland de största företagen är Siemens, Daimler-Benz och Deutsche Bank. Elektronikföretaget Siemens kontrolleras av familjen Siemens via familjestiftelser som innehar cirka 25 procent av rösterna. Familjeinflytandet i det tyska näringslivet är stort.

Aktieslag

Två typer av aktier är tillåtna. Förutom vanliga aktier med rösträtt tillåter lagen rösträttslösa preferensaktier. Preferensaktiernas nominella värde får dock inte överstiga 50 procent av aktiekapitalet[1]. Av 497 noterade bolag år 1989 utnyttjade 4 stycken möjligheten att emittera rösträttslösa preferensaktier.

Tyskland har alltså redan en lag som på denna punkt harmo-

[1] Aktiegesetz 139 §.

nierar med EG-förslaget, som ju accepterar rösträttslösa preferensaktier till ett värde som högst motsvarar 50 procent av aktiekapitalet.

Lagen gäller dock enbart för vad som kallas Aktiengesellschaft (AG). Det är den bolagsform som används av de större företagen. Minikapitalet är 100 000 DM, och varje aktie ska lyda på minst 50 DM. Det finns cirka 2 000 sådana bolag.

En betydligt vanligare bolagsform är Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH). Minimikapitalet är där 50 000 DM. Denna bolagsform är den vanliga, och för dessa föreligger nu inte några lagstadgade begränsningar i möjligheten att begränsa rösträtten för vissa aktier.

De rösträttslösa preferensaktierna accepteras på marknaden. De är dock i genomsnitt 20 procent billigare än aktier med rösträtt, trots att preferensaktierna vanligtvis ger cirka två procentenheter högre utdelning.

Lagen ger också bolagen möjlighet att begränsa rösträtten på bolagsstämman. Begränsningar för en enskild aktieinnehavare att rösta för mer än fem till tio procent är mycket vanliga. Kemikoncernen Bayer AG och Deutsche Bank är exempel på bolag med sådana begränsningar. Förekomsten av rösträttsbegränsningar kan göra företaget oattraktivt för den som funderar att lägga ett bud på det. Men rösträttsbegränsningar vid bolagsstämman bedöms inte vara ett starkt hinder mot uppköp. Det går ju att kringgå genom att ägarskapet delas upp på flera bolag som ägaren har kontroll över.

Bankernas inflytande

Det största hindret mot uppköp, särskilt fientliga sådana, är istället de nära banden mellan bankerna och industrin. Det tyska näringslivet är en tätt flätad matta där lojalitetsbanden och traditionen är viktiga faktorer. Ledningen i en tysk industri har som främsta mål att se till företagets bästa på lång sikt, inte att maximera utdelningen till aktieägarna.

Förutom banker och familjer är också försäkringsbolagen stora ägare. Dessutom finns ett betydande utländskt ägande om sammanlagt 13 procent av det totala börsvärdet. Börserna övervakas och regleras av delstatsregeringarna, medan de styrs av

kommittéer där flera av de stora bankerna är representerade. Bland de mer kända förutom Deutsche Bank är Dresdner Bank och Commerzbank.

Bankernas direkta ägande är 9 procent, men inflytandet är i praktiken långt större. Det är vanligt att aktieägare låter deponera sina aktier i banker, som då också disponerar över rösterna. Det krävs inte exakta besked från innehavaren hur rösterna ska användas. Istället ökar dessa extra röster bankernas inflytande väsentligt på bekostnad av de aktieägare som verkligen röstar själva men som ofta hamnar i minoritet mot bankernas väldiga depåer.

Bankernas ställning stärks ytterligare genom det system med en över- och en understyrelse (egentligen övervakande styrelse respektive ledning) som finns i Tyskland. Den överordnade styrelsen sitter på fem år och utser representanter i den andra styrelsen, som sköter företagets dagliga affärer. För att rösta bort en representant ur den överordnade styrelsen krävs en majoritet på 75 procent vid bolagsstämman. Den tyska monopolkommissionens rapport 1988 visade att de tre stora bankerna är representerade i en stor del av de 100 största företagens överstyrelser.

Den tyska aktiemarknaden är alltså jämförelsevis liten. De korporativa krafterna har av hävd varit starka, och historiskt har kartellbildningar till och med uppmuntrats. Det råder en consensus som tagit sig uttryck i mycket kraftiga strukturella hinder mot uppköp. Fientliga uppköp har inte existerat förrän nyligen i några fall. Försöket att ta över Feldmühle Nobel AG misslyckades. Det senare fallet Continental/Pirelli tog en oväntad vändning, som kanske är en signal om att något nytt håller på att hända på den tyska aktiemarknaden. Vi återkommer till båda fallen.

Lagstiftning

Trots att aktieägarna inte har varit någon omhuldad grupp, så fastslogs det redan i 1867 års aktiebolag att en aktie skulle motsvara en röst, dock kunde undantag göras i bolagsordningen. I den nya aktiebolagslagen 1937 förbjöds rösträttsskillnader. Förbudet motiverades med att det hade förekommit missbruk. Men

samtidigt infördes möjlighet för riksregeringen att utfärda dispens mot förbudet när bolagets bästa eller samhällsekonomin gav motiv för detta.

Vid arbetet med 1965 års lag föreslog regeringen att även dispensmöjligheterna skulle slopas. Bundestag valde dock att behålla dem med motivering att det fanns tillfällen då det var ett allmänt intresse att de rådande maktförhållandena i ett företag bestod. Det kunde gälla t ex sysselsättning eller att förhindra att främmande intressen tog över företaget, men förutsättningen var att samhällsekonomiska intressen fordrade ingrepp. Dispensen kan ges av myndigheterna i respektive delstat. Det finns ingen federal bestämmelse om hur stor röstvärdesdifferentieringen får vara, men i dispensbefogenheten ingår en rätt att påverka differensens storlek.

Röstvärdesdifferentiering i ett bolag kan avskaffas genom beslut på bolagsstämman. Det krävs att 75 procent av rösterna vill ha denna förändring för att beslutet ska gå igenom. Hänsyn tas inte till det högre röstvärdet på vissa aktier vid detta beslut. Det finns alltså möjlighet att i praktiken driva igenom ett avskaffande av röstvärdesdifferentiering, även i ett bolag där innehavarna av röststarka aktier motsätter sig detta. Om innehavaren av de röststarka aktierna har betalt ett särskilt vederlag för dessa har han rätt till ekonomisk ersättning för förlusten av röstvärde (§ 5 Einführungsgesetz zum Aktiengesetz).

Röstvärdesdifferentiering är inte vanligt förekommande bland de större företagen. Siemens och Porsche är emellertid två exempel på företag där röstvärdesskillnader förekommer.

Rösträttsbegränsning

Den stora diskussionen i Tyskland har dock inte gällt röstvärdesdifferentiering utan rösträttsbegränsning. Många av de stora bolagen har bestämmelser som maximerar det röstetal som en enskild aktieägare får utöva till mellan fem och tio procent.

Rösträttsbegränsningar finns för närvarande i 23 noterade bolag. Bland de namnkunnigare märks BASF, Bayer, Deutsche Bank, Henkel, Mannesmann, Schering och Veba.

Rösträttsbegränsningen fick spridning på 1970-talet. Den västtyska marknaden konfronterades då med penningstarka ut-

ländska investerare. Det gällde främst oljeproducenter med stark likviditet, som ville skaffa sig betydande innehav i Västtyskland.

Ytterligare en våg av rösträttsbegränsningar svepte över den västtyska marknaden under det sena 1980-talet. Det gällde då företagens önskan att skydda sig mot fientliga uppköp.

Förvärvsklimat

EG-förslaget syftar ju bland annat till att undanröja hinder för fientliga uppköp. Det har väckt stor anstöt i Tyskland. Fientliga uppköp är nära nog ett okänt fenomen. En mängd strukturella hinder har bidragit till detta.

Bankernas nära relation till de stora industriföretagen är en av grundförutsättningarna. Den tyska företagskulturen syftar i huvudsak till långsiktiga mål, och kortsiktig vinstmaximering för att tillfredsställa aktiemarknaden på amerikanskt vis är ovanligt. Finansiering har i huvudsak skett via lån, och därför har aktiemarknaden inte varit den huvudsakliga källan att förse bolagen med långsiktigt kapital. Som beskrevs i början av kapitlet är också den tyska aktiemarknaden liten i förhållande till bruttonationalprodukten. Dessa omständigheter har inte bäddat för ett klimat som uppmuntrat eller möjliggjort fientliga övertaganden av företag.

Korsägande förekommer också, även om det inte är så vanligt som i Sverige. Två av Tysklands största försäkringsbolag, Allianz AG och Munich Re Ag innehar 25 procent av varandras stamaktier (vanliga aktier till skillnad från preferensaktier). Ett annat exempel är VIAG som har 38,8 procent av aktierna i Bayernwerk AG, en av de största kraftindustrierna i Tyskland. Bayernwerk har i sin tur 24,9 procent av aktierna i VIAG. Denna typ av investeringar kräver inte aktieägarnas godkännande. Aktiebolagslagen stadgar att när två bolag äger mer än 25 procent av varandras aktier, så kan inte något av företagen utöva rösträtt för mer än 25 procent av det andra företagets röstetal.

Själva konstruktionen med två oberoende styrelser gör också övertaganden svårare. Överstyrelsen ansvarar för den längre planeringshorisonten och strategin. Dess medlemmar väljs på

fem år, och det krävs 75 procent av rösterna för att kasta en överstyrelserepresentant ur sadeln. Överstyrelsen väljer understyrelse som driver företaget på daglig basis. Det krävs alltså i princip 75 procent av rösterna för att skaffa sig effektiv kontroll över ett företag.

Någon officiell ägarstatistik finns inte i Tyskland. Lagen fordrar dock att den som innehar mer än 2 procent av stamaktierna i ett företag rapporterar detta till företaget, som i sin tur måste publicera uppgiften (i Federal Gazette). I sina räkenskaper måste ett företag redovisa innehav i andra företag som är minst 20 procent. Detta gäller även om företaget äger aktierna via andra personer. Rent allmänt kan sägas att det anses vara svårt att få exakta uppgifter om vilka personer som är aktieägare i ett företag. Detta försvårar naturligtvis övertaganden.

Fallet Feldmühle

Försök till fientliga övertag är mycket sällsynta. Ett berömt fall med svensk anknytning är försöket att ta över Feldmühle Nobel AG. Här aktiverades många av de tyska hindren mot övertaganden.

Två investerare med nära relationer lyckades köpa över 40 procent av aktierna utan att bolaget kände till det. Detta var möjligt på grund av regeln att förvärv inte behöver anmälas förrän det uppgår till 25 procent. Investerarna spred uppköpen på flera händer.

Feldmühle svarade med ett motdrag, som i det här fallet innebar att ingen enskild aktieägare fick rösta för mer än fem procent. Investerarna gav upp och sålde sin post till ett företag, Veba, som byggde vidare till över 50 procent. Veba erbjöds av en innehavare att köpa ytterligare 25 procent, och därmed uppnå full kontroll. Men priset var för högt och även Veba gav upp. Observera att om EG-förslaget hade gällt skulle Veba aldrig ha kunnat gå in med ett så här stort innehav utan att tvingas lägga ett bud till övriga aktieägare. EG-förslaget innebär en budplikt vid 33,3 procent.

Den 30 april 1990 rapporterades det att Stora Kopparbergs Bergslags AG (SKB) köpt Vebas post om 51 procent samt ytterligare 35 procent av andra kända större innehavare samt lade ett

bud på resterande utestående aktier.

Feldmühlefallet är ett mycket illustrativt exempel på hur tyska företagsledningar tillsammans med banker agerar mot aktieägarna. Feldmühle har nära band till Deutsche Bank. Företagets snabba åtgärd att införa en rösträttsbegränsning till 5 procent uppgavs ha varit ett råd från Deutsche Bank.

Men den tidigare alliansen mellan företagsledningar och banker har börjat sättas på prov. Den tyska aktieägarföreningen (DSW) har gått i spetsen, och bedrivit en framgångsrik lobbying för att aktieägarna ska få rösta i högre grad än idag i proportion till deras kapitalandel. Gruppen har agerat med framgång i storbolag som Continental, Veba, Deutsche Babcock och även Deutsche Bank.

Continental Pirelli

Samgåendet mellan den tyska däcktillverkaren Continental och den italienska kollegan Pirelli började med ett fientligt uppköpsförsök. Här brast alliansen mellan företagsledningen och banken.

Pirelli sökte i mars 1990 kontakt med Continental för diskussioner om ett samgående. Man rundade Continentals chef och diskuterade istället med Ulrich Weiss, styrelsemedlem i både Deutsche Bank och i Continental där han representerade aktieägarna. Continentals svaga prestationer fick bankens representanter att hemlighålla diskussionerna för Continentals chef Horst Urban. Först tre månader senare meddelades han, och då hade Pirelli redan förvärvat 26 procent av aktierna i Continental.

Vid bolagsstämman i juli försökte Continentalchefen förgäves få aktieägarna att gå med på motåtgärder. Hans ”poison pill” gick ut på att emittera nya aktier för att späda ut Pirellis innehav. Men de annars så hårt hållna tyska aktieägarna såg här framför sig möjligheten att nås av ett attraktivt erbjudande och sa nej till nyemission.

Ytterligare några månader senare presenterade Pirelli en plan för samgående mellan företagen. I planen ingick att Continental också skulle köpa in sig i Pirelli. Continentals företagsledning, personifierad av Horst Urban, letade då efter en

”White Knight”, dvs planen gick ut på att den japanska däcktillverkaren Yokohama Rubber skulle köpa nyemitterade aktier. Deutsche Banks representant i Continentals styrelse, Ulrich Weiss, stoppade planerna. Till saken hör att Ulrich Weiss är ansvarig för Deutsche Banks italienska affärer, och det blev efter hand allt klarare att Deutsche Bank ville se ett samgående mellan däcktillverkarna. Efter ett misslyckat försök att få sina direktörer att stödja honom avgick Horst Urban efter ett extra styrelsesammanträde i maj 1991. Den till synes orubbliga alliansen mellan företagsledningar och banker är alltså inte alltid given.

EG-förslagets effekter

De strukturella hindren mot övertaganden skulle finnas kvar i Tyskland även om EG-förslaget genomfördes. Aktiemarknaden är fortfarande begränsad och företagen väljer ofta att låna pengar istället för att emittera aktier. Bankerna åtnjuter fortfarande stort inflytande genom sin representation i överstyrelserna och genom sin röstmakt. Korsägandet finns kvar och de institutionella placerarna har en utpräglad långsiktighet i sina investeringar.

Flera av de tekniska hindren skulle också kvarstå. Men de effektivaste skulle försvinna: ledningens möjligheter att förskansa sig och möjligheten till begränsning av hur mycket en enskild aktieägare får utnyttja sin rösträtt.

Eftersom vissa stora företag har tillåtits att använda sig av röstvärdesdifferentiering berörs givetvis dessa kraftigt av EG-förslaget.

Reaktionerna har inte låtit vänta på sig. Det tyska näringslivet har protesterat via organisationer som representerar industrin, banker, försäkringsbolag etc. Invändningarna är många, och de flesta gäller EG-förslagets inriktning på att underlätta övertaganden, samt begränsningarna av ledningens möjlighet att förhindra fientliga sådana. Den tyska ekonomins framgångar, konstaterar många, ger sannerligen inte bevis för att den tyska företagsstrukturen skulle hämma ekonomisk utveckling.

Andra ställer frågan om rösträttsbegränsningen verkligen är ett hinder mot fientliga övertaganden. Även om det var orsaken

till att den infördes i många företag på 1970-talet, så är det inte alls säkert att den fungerar så, lyder argumentet. Det går ju att ta över ett företag genom att köpa 75 procent av aktierna. Det går också att komma överens med andra aktieägare om gemensamt röstande för att nå erforderligt röstetal. Veba AG:s tidigare styrelseordförande Dr. Benningsen-Foerder har beskrivit rösträttsbegränsningen som ett ”papperssvärd”. Den räcker inte för att förhindra inflytande från huvudaktieägaren.

Möjligheten att tolka EG-förslaget retroaktivt har väckt ilska. Debattörerna hänvisar till förbudet i alla EG:s medlemsländer mot retroaktiv lagstiftning.

Under 1970 diskuterades rösträttsbegränsningar flitigt i Tyskland. En liknande debatt pågår nu, oavhängigt EG-förslaget. Den till rösträttsbegränsningar kritiska debatten leds av politiker och jurister. En av de tongivande har varit ordföranden i Tyska föreningen för skydd av aktieägare, Graf Lambsdorff.

Lambsdorff har argumenterat hårt för att rösträttsbegränsningen ska förbjudas. I juridiska kretsar har diskussionens vågor gått höga angående lagligheten i rösträttsbegränsning och röstvärdesdifferentiering. Lambsdorff har fått en del medhåll, medan andra som också välkomnar ett förbud emellertid vill se andra skyddsmekanismer för aktieägarna mot ovälkomna övertaganden om rösträttsbegränsningen försvinner.

6 *Storbritannien*

Londonbörsen är den största i Europa med cirka 2 500 noterade brittiska företag 1989. I samband med en stor omstrukturering av värdepappershandeln 1986 slogs den internationella aktiehandeln samman med den inhemska och blev The International Stock Exchange. Londonbörsen har blivit en internationell knutpunkt, och drygt 75 procent av marknadsvärdet representeras av utländska aktier.

Det numera privatiserade British Telecom, BT, var i slutet av 1980-talet det värdemässigt största företaget. Under lång tid innehades den positionen av oljebolaget British Petroleum, BP, som fortfarande tillhör de absolut största. Även BP har privatiserats.

Marknaden har genom de stora privatiseringarna spridits och de 30 största företagen på londonbörsen motsvarar blott cirka 40 procent av det totala börsvärdet. De statliga utförsäljningarna har ökat hushållens aktieägande markant, men trenden är den samma som på många andra håll: hushållens och enskilda storägares ägande har minskat medan institutioner, banker och finansbolag ökat i betydelse som ägare. Framför allt har de stora försäkringsinstitutionerna kommit att spela en mycket viktig roll på Storbritanniens aktiemarknad.

Förvärvsklimatet är ett helt annat än i det kontinentala Europa. Fientliga bud är vanliga, och ses som en naturlig del av affärslivet.

En gyllene regel är att aktieägarna ska behandlas lika. Detta gör att många av de tekniska hinder som florerar i andra EG-länder är otänkbara i Storbritannien, även om de inte är direkt förbjudna.

Aktieslag

Bolagslagstiftningen förbjuder inte aktier med olika rösträtt i Storbritannien.

Tidigare har aktier utan rösträtt kunnat registreras vid londonbörsen under förutsättning att frånvaron av rösträtt framgått tydligt av aktiens beteckning. Numera accepterar inte londonbörsen nya aktier utan rösträtt. (Källa: Booz Allen)

Frågan om röstvärdesdifferentiering diskuterades ingående av Jenkinskommittén i början av 1960-talet i samband med en större genomlysning av den brittiska bolagslagstiftningen. Kommittén var splittrad men föreslog inte några ändringar av gällande regler. Några år senare, 1973, lades en proposition fram i syfte att avskaffa möjligheten att emittera röstsvaga eller rösträttslösa aktier. Propositionen föll dock på grund av regeringsskifte.

Det finns en stark opposition framför allt bland de institutionella placerarna i Storbritannien mot aktier med lägre eller ingen rösträtt. Huvudargumentet är att aktieägarna ska ha inflytande i proportion till den risk de bär, alltså ska en aktie ge en röst. Institutionerna har inte nöjt sig med att bara deklarera att man inte tänker investera i röstsvaga eller rösträttslösa aktier. Det finns också särskilda Investors Protector Committees, som ägnat sig åt en aktiv lobbying gentemot företagen i syfte att förhindra dem att använda sig av röstvärdesdifferentiering. En av dessa kommittéer är sponsrad av det största försäkringsbolaget, Prudential. De stora kampanjerna från de aktieplacerande institutionerna började i slutet av 1970-talet och fortsatte en bit in på 1980-talet. De har på många sätt nått sitt syfte och motståndet mot röstvärdesdifferentiering har blivit något av en norm.

Det betyder inte att fenomenet saknas helt i Storbritannien. Ett trettiotal av de cirka 2 500 noterade brittiska företagen på börsen har aktier med olika röstvärde. En vanlig lösning i dessa fall har varit att de röstsvaga eller rösträttslösa aktierna har fungerat som preferensaktier med rätt till utdelning samt eventuellt andra rättigheter, men med förbehåll för rösträtten. Historiskt har detta använts för att bevara ledningens eller en familjs kontroll över ett företag.

Teoretiskt är det också möjligt för ett bolag i Storbritannien

att begränsa rösträtten för en enskild aktieägare, eller maximera det antal aktier en enskild aktieägare kan inneha. Detta beslut kräver att 75 procent av aktieägarna ställer sig bakom det. I praktiken är det osannolikt att institutionella eller privata placerare skulle ställa sig bakom ett sådant beslut, eftersom det skulle innebära ett hinder mot uppköp, och därmed en potentiell förlust för aktieägarna i en budsituation.

Bland de mer internationellt kända företagen i Storbritannien, som har olika röstvärde på sina aktier märks Great Universal, Hamerson Properties och Savoy. Flera av de företag som tidigare har haft röstvärdesdifferentierade aktier har numera slopat skillnaderna, ett exempel är Rank.

Savoy Hotel Groups har i nästan ett årtionde värjt sig från att bli uppköpta av hotellföretaget Trust House Forte, THF. THF har knappt 70 procent av aktierna i Savoy. Röstvärdesdifferentieringen gör dock att THF blott kommer upp i 42 procent av rösterna. THF förberedde sig för att gå till domstol, då man ansåg situationen absurd i och med att THF saknade kontroll över Savoy, som i lagens mening var ett dotterbolag. Istället för domstol valde de båda företagen istället en överenskommelse.

Golden share

En speciell form av rösträttsbegränsning innebär den så kallade golden share, som staten har förbehållit sig i samband med utförsäljningen av statliga industrier. Syftet är att det inte ska gå att göra en take-over i de nyligen privatiserade företagen. En golden share kan vara olika utformad, men oftast har det varit en preferensaktie med en speciell rösträtt i en speciell situation. Den rösträtt som en golden share då ger brukar vara 51 procent eller mer. Den aktiveras till exempel när företaget står inför ett kontrollägarskifte eller om företaget beslutar att sälja, eller förvärva tillgångar utöver en på förhand fastställd summa. Golden share är till för att ge ledningen för de nyligen privatiserade företagen möjlighet att under en längre period omvandla det till ett oberoende företag, och de löper vanligtvis mellan fem och tio år.

Exempel på företag där staten innehar golden share är British Telecom, Wales Water och British Gas. Det finns också exem-

pel där staten avstått från sin rättighet att aktivera sin golden share. Så var fallet när British Petroleum förvärvade Britoil och när Ford köpte Jaguar.

Ytterligare en begränsning av aktieägarnas inflytande sker genom så kallade ”limited overseas”, aktier som säljs utomlands. Sådana kan aldrig försäljas till mer än en viss bestämd procentsats av det totala antalet aktier i bolaget. De används av försvarsindustrin. British Aerospace och Rolls Royce är två exempel på företag där denna konstruktion används.

Förvärvsklimat

Storbritannien är som redan tidigare har nämnts det enda land inom EG där fientliga bud och övertag är en del av företagskulturen. Av 46 fientliga bud under 1989 lyckades 19 stycken. Samtidigt som det visar på långt fler fientliga övertaganden än övriga EG-länder, så visar statistiken också att det är fullt möjligt för en företagsledning att värja sig mot ett fientligt uppköpsförsök.

En orsak är att så kallade innehavaraktier (bearer-shares) är mycket ovanliga i Storbritannien. Innehavaraktierna är ju, som har beskrivits, inte registrerade på någon ägare. Detta gör det svårt att fastställa den fullständiga ägarbilden i ett stort bolag vilket i sig är ett hinder för den som är på jakt efter just dessa aktier.

I Storbritannien används istället registrerade aktier (nominee-shares). Dessa gör det möjligt att ta reda på vem som innehar aktier i ett bolag. Nyligen har dessutom reglerna skärpts för när ett innehav måste avslöjas. The Companies Act 1989 statuerar att innehav över 3 procent måste anmälas. Regeln talar om ett treprocentigt ”intresse”, och motverkar därmed möjligheten för den som vill behålla anonymiteten att sprida sitt innehav på flera händer som till synes kan vara oberoende av varandra, men i själva verket alla kontrolleras av samme ägare.

De börsnoterade företagen använder sig flitigt av möjligheter att ta reda på väsentliga innehav i det egna bolagets aktier. För den som funderar på ett fientligt övertagande är det alltså inte möjligt att dölja sina avsikter särskilt länge.

Målföretaget kan tidigt sätta in motåtgärder, och många

gånger blir det öppen strid i samband med uppköpsförsöket. Reglerna kan sägas syfta till att alla aktieägare i målföretaget ska kunna bli erbjudna ett bra pris för sina aktier.

City Code

Även om lagen givetvis anger ramen för vad som är tillåtet, så är självregleringen av mycket stor betydelse i Storbritannien. I första hand gäller detta det regelverk som benämns "The City Code on Takeovers and Mergers". Det kallas i dagligt tal för City Code. City Code är ingen lag, men utövar ett stort inflytande. The Panel on Takeovers and Mergers är ansvarig för reglernas utformning samt själva administrationen av City Code. The Panel består av representanter från ett brett spektrum inom finansvärlden, industrin och investmentbolagen i Storbritannien. The Panel kan efter särskilda hearings besluta om kännbara sanktioner mot en aktör som den finner har brutit mot reglerna.

City Code består av 10 generalklausuler. Dessa vilar i sin tur på fyra principer.

1 Alla aktieägare ska behandlas lika.
2 Adekvat information ska i god tid lämnas i samband med ett offentligt erbjudande – köparen ska bland annat lämna uppgifter om sin finansiella ställning.
3 Det ska finnas en riktigt fungerande marknad i de inblandade företagens aktier.
4 Styrelsen i målföretaget får inte försöka hindra det offentliga erbjudandet mot aktieägarnas vilja. För att så ska få ske måste bolagsstämman ta ställning (generalklausul 7, C.C.).

I City Code sägs särskilt ifrån att styrelsen i målföretaget inte får emittera nya aktier, som syftar till att göra den potentielle företagsköparens aktier mindre betydelsefulla.

Det anses att ovanstående principer har legat till grund för EG-förslaget, som också syftar till att underlätta övertaganden samt att alla aktieägare ska behandlas lika.

Generalklausul 10 i City Code stadgar att den som erövrar

kontroll över ett bolag måste lämna ett likvärdigt bud till alla aktieägare. På ett annat ställe i City Code definieras kontroll över ett företag som uppnått vid ett aktieinnehav som motsvarar 30 procent eller mer av rösterna. Vill köparen inte riskera att drabbas av eventuella åtgärder från The Panel har han alltså en plikt att lägga ett likvärdigt bud till alla innehavare av aktier i bolaget när han har lyckats förvärva 30 procent av rösterna.

I EG-förslaget (13:e direktivet) finns en liknande regel. Där är budplikten satt till en tredjedel, 33,3 procent.

Det finns även andra frivilliga regler förutom City Code som styr aktieköp i Storbritannien. Reglerna har hög status och efterlevs noggrant av de flesta bolagen.

Även om den brittiska marknaden är den inom EG som rymmer minst hinder mot övertaganden, så strävar inte regelverket entydigt mot att underlätta uppköpsförsök. Plikten att avslöja aktieinnehav vid 3 procent gör det svårare att i smyg bygga upp stora poster och sedan försöka med ett överraskande angrepp. Budplikten kan också göra förvärvsklimatet mindre rörligt, och ett vanligt argument mot erbjudandeplikt är också att den riskerar låsa fast strukturerna i näringslivet.

Försvarsåtgärder

Vad gör eller kan då styrelsen eller ledningen i ett målföretag göra när ett oönskat bud läggs på företagets aktier? Marknaden är sofistikerad och det har utvecklats en mängd taktiska motåtgärder som ofta sätts in.

En grundläggande princip är naturligtvis att försöka driva företaget så effektivt och lönsamt att aktieägarna finner det värt att behålla aktien trots ett frestande erbjudande.

Företagen håller sig noggrant informerade om vilka som förvärvar bolagets aktier, och hoppas därmed att tidigt kunna identifiera en potentiell företagsköpare. Lyckas man kan argument till aktieägarna finslipas i god tid. Kanske lyckas ledningen också hitta lagliga argument mot att en viss köpare ska tillåtas öka sitt innehav ytterligare.

Efter identifikation gäller det att göra kunskapen allmänt känd. Bara det faktum att det blir känt att en enskild person eller ett företag ökar sitt innehav kraftigt i bolagets aktier, inne-

bär många gånger att priset på aktien stiger. Det fördyrar, och sett från ett ovilligt målföretags sida försvårar det förhoppningsvis köparens vidare avancemang.

Företagsledningen kan också öka värdet på det egna företaget genom att synliggöra aktiviteter som tidigare inte har värderats fullt ut. Det har blivit vanligt att företag gör detta i brev till aktieägarna, efter att ett offentligt bud har lagts. Det kan gälla till exempel strategier som den nuvarande ledningen har haft med tidigare förvärv, och som förväntas innebära hög avkastning framöver.

Under vissa omständigheter kan det också vara tillåtet för målföretaget att köpa tillbaka en del av sina egna aktier och öka utdelningen till de återstående aktieägarna.

En metod som används för att minska köplusten hos eventuella förvärvskandidater är joint venture-avtal. De kan innebära att den verksamhet som omfattas av joint venture-avtalet automatiskt förs över på samarbetspartnern om det egna bolaget förvärvas av någon annan.

När väl ett offentligt erbjudande har lagts är det dock enligt City Code förbjudet att vidta åtgärder som avser att hindra uppköpsförsöket. Då återstår egentligen bara metoden att försöka övertyga aktieägarna om det oriktiga i att sälja. Det görs genom att redovisa de resultat den nuvarande ledningen har åtstadkommit samt naturligtvis peka på de ljusa framtidsmöjligheter bolaget har om ledningen får fullfölja den påbörjade strategin.

Sitter ledningen med sådana kort på hand att den finner det osannolikt att den kommer att kunna övertyga aktieägarna om detta kan den istället försöka intressera en medtävlare, som den hellre ser som ny ägare, att lägga ett motbud. En sådan "White Knight" innebär ofta att aktieägarna får ett ännu bättre bud, medan det slutliga ödet för målföretaget blir relativt oförändrat jämfört med tidigare.

Ledningen kan också försöka att själv lägga ett motbud, och därigenom försöka genomföra en så kallad "management buyout".

Det är inte särskilt många utländska företag som har lyckats genomföra fientliga uppköp i Storbritannien. En vanlig förklaring har varit att det har saknats en "junk bond market" (skräpobligationsmarknad) i Storbritannien till skillnad mot i USA.

Detta ska då ha inneburit att det har varit svårt att finansiera övertaganden. Detta må äga en viss riktighet, men som har framgått av ovanstående är den kraftigt reglerade marknaden i Storbritannien ingenting för en nybörjare. Det gäller att känna till reglerna och behärska taktiken för att kunna delta i spelet och detta utgör på sitt sätt ett visst skydd mot utländska uppköpsförsök.

EG-förslagets effekter

EG-förslaget skulle inte innebära några större förändringar i Storbritannien. Möjligheten att använda röstvärdesdifferentiering och "golden share" skulle försvinna, men dessa används redan nu mycket sparsamt.

Storbritannien har tidigare klagat bittert över att det egna näringslivet ligger öppet för utländska köpare, medan de kontinentala EG-ländernas bolag omger sig med ogenomträngliga skyddsmurar.

Den brittiska kritiken anses ha varit en kraftigt pådrivande faktor bakom EG:s radikala förslag. På uppdrag av det brittiska handels- och industridepartementet, DTI (Department for Trade and Industry) genomförde det internationella konsultföretaget Coopers & Lybrand i mitten av 1989 en undersökning av hindren mot företagsövertaganden i Europa. Det var den första breda studien av förvärvsklimatet inom EG idag.

Utan att kunna styrka det statistiskt tycker sig utredarna se en svag tendens till att utländska företag gör större investeringar i Storbritannien än vice versa. Vad beträffar mindre företag investerar dock britterna i högre grad i andra EG-länder, än vad dessa länder investerar i Storbritannien.

Konsultföretaget drar i sin rapport slutsatsen att tiden nu är mogen att påverka EG-kommissionen att försöka reducera hindren mot företagsförvärv inom gemenskapen. I rapporten sägs att strukturen i många medlemsländer nu är sådan att de tekniska hindren har blivit onödiga. Det bästa vore, enligt konsulterna, om dessa tekniska hinder försvinner innan de blir för många, och därmed kan i bästa fall en process påbörjas som i längden innebär att även de strukturella hindren mot företagsförvärv luckras upp.

I en liknande granskning på uppdrag av bland annat Amsterdams Fondbörs kom Coopers & Lybrand fram till en nära nog rakt motsatt slutsats angående de tekniska hindrens omfattning och betydelse för vissa medlemsländer.

Kritiker av EG-förslaget har hävdat att det är allt för inspirerat av anglosaxisk företagskultur. Det hindrar inte att det nu riktas kritik även från brittiskt håll mot förslaget så som det har presenterats av kommissionär Martin Bangemann.

Redan tidigare har den brittiska hållningen varit avvisande gentemot lagstadgat löntagarinflytande.

När det förändrade trettonde direktivet, som allmänt går under namnet "övertagsdirektivet" presenterades i sin senaste version i september 1990, reagerade det brittiska handels- och industridepartementet, DTI, negativt.

EG-förslaget löser inte de fundamentala frågorna, löd DTI:s kritik. DTI hävdade, likt man gjort tidigare, att både flexibilitet och säkerhet redan uppnås med det nuvarande brittiska systemet. Kontrollfunktionen hos The Panel och City Code är till och med hotad om det trettonde direktivet genomförs, enligt DTI.

En mer tvehågsen inställning visar BMBA, intresseorganisation för affärsbanker, investeringsbanker och värdepappershandlare. I en omfattande kommentar som publicerades i april 1991 ställer sig BMBA i grunden positivt till förslaget, men riktar hård kritik mot vissa delar.

Angående röstvärdesdifferentiering av aktier motsätter sig organisationen ett förbud mot röststarka aktier, så som det formuleras i femte direktivets artikel 33. BMBA förordar flexibilitet och anser att marknaden ska avgöra om den accepterar preferensaktier eller andra lösningar ett visst företag vill använda sig av.

Det finns många brittiska yttranden runt EG-förslaget. Till dem som ställer sig bakom det hör Institute of Investors Committée, där bland annat försäkringsbolag finns representerade. Det brittiska industriförbundet, CBI, är också positivt.

De europeiska industriförbundens gemensamma organisation, UNICE, har i en gemensam skrivelse i april 1991 tagit avstånd från de förändringar av det femte direktivet som presenterades i december 1990. Till detta dokument har dock det brittiska industriförbundet låtit föra till protokollet:

> ”The CBI support the European Commission’s steps to open up the market for corporate control in the Community. It wishes to dissociate itself from the approach and substance of the UNICE position on the proposed amendments to the draft 5th company law directive.”

Det finns alltså på vissa håll ett starkt brittiskt stöd även för det så kallade Bangemannförslaget, som det nu har presenterats. Men den ofta kort hållna sammanfattningen att Storbritannien är det enda land som helhjärtat stöder EG-förslaget ger en alltför endimensionell bild.

7 *Frankrike*

Marknadsvärdet på parisbörsen uppskattades 1990 till 2 400 miljarder kronor, och den är därmed numera näst störst av de europeiska börserna. Fransmännens intresse för aktier vaknade dock sent och det var först i mitten av 1980-talet som handeln började ta fart. Därefter har de genomsnittliga årliga kursuppgångarna varit bland de högsta i Europa och nådde en topp 1988 då parisbörsen gick upp 58 procent.

Den franska aktiemarknaden är dock fortfarande liten i förhållande till ekonomins storlek. År 1990 hamnade den på femte plats bland OECD-länderna med 36 procent av BNP jämfört med 63 procent för Sverige.

I Frankrike finns sju fondbörser med totalt fler än 1 400 företag noterade varav ca 200 är inhemska. De franska företagen svarar för drygt 85 procent av börsvärdet. Tidigare kunde en aktie noteras på flera börser samtidigt, men då handeln påverkades negativt av börsernas inbördes konkurrens stoppades möjligheten till flerfaldig notering 1961, och numera sker den övervägande delen av aktiehandeln på parisbörsen.

Statens ägarroll

Att aktiehandeln fortfarande är liten i förhållande till ekonomins storlek beror bland annat på att staten traditionellt haft ett stort inflytande i näringslivet. Efter andra världskriget ville den franska regeringen skydda landets tillgångar mot uppköp framför allt från tyskt håll, och tog ett stadigt grepp om industrin genom att nationalisera stora företagsgrupper som till exempel

Renault. Ytterligare nationaliseringar genomfördes av den nytillträdda vänsterregeringen i början av 1980-talet.

I och med regimskiftet 1986 ändrades förutsättningarna. Den nya liberalkonservativa Chiracregeringen deklarerade omedelbart att ambitionen var att göra den franska kapitalmarknaden till en av Europas ledande. Förstatligandet avbröts och börsen och kapitalmarknaderna reformerades. Aktiehandeln avreglerades, och aktierna i stora statligt ägda företagsgrupper bjöds ut på marknaden. Avsikten var att aktier i 65 företag till ett värde av mer än 200 miljarder francs skulle säljas ut. Privatiseringen fick dock inte riktigt den omfattning som var avsedd, då Mitterrands socialistiska regering senare inte ville fullfölja utförsäljningen enligt Chirac-planen. Under åren 1986–88 såldes emellertid stora delar av de statsägda företagen ut till allmänheten. För att behålla viss kontroll, i synnerhet av utländska uppköp, distribuerades ungefär en fjärdedel av aktierna till ett fåtal på framför allt politiska grunder utvalda företag. Dessa aktier, så kallade noyaux durs, på engelska hard core shares, får bara överlåtas mellan innehavarna av noyaux durs, samt endast under vissa förutsättningar. Begränsningarna gäller under en övergångsperiod varefter de kan säljas fritt.

Det statliga ägandet är alltså fortfarande starkt – staten kontrollerar 15–20 procent av aktiemarknadens värde, med kontrollposter i några av de största noterade bolagen såsom Pechiney och Rhône-Poulenc. Vid sidan om staten är bankerna och försäkringsbolagen stora ägare. En uppskattning gjord av parisbörsen 1990 visade att bankerna står för ca 10 procent av ägandet, institutionella investerare för närmare 30 procent och utlänningar för ca 10 procent. Närmare 30 procent ägs av privata investerare. Privat aktieägande var tidigare ovanligt, men 1978 infördes möjlighet till skattesubventionerat sparande i aktier. Detta bidrog till att fransmännen började investera i aktier, och det är idag ganska vanligt med privat aktieinnehav i Frankrike.

Aktieslag

Fransk lag stadgar sedan 1933 huvudprincipen en aktie – en röst, men ger möjlighet till undantag i bolagsordningen för längre innehav[1]. Med motiveringen att långsiktigt ägande ska ge rätt

till större makt kan aktier som innehafts i mer än två år ges dubbel rösträtt. Denna möjlighet utnyttjas av många av de noterade företagen – exempelvis bilföretaget Peugeot och sprittillverkaren Bénédictine.

Upp till 25 procent av aktiekapitalet kan emitteras som preferensaktier, actions à dividende prioritaire, eller ADP-aktier, vilka i utbyte mot att innehavaren avstår från rösträtt erhåller företräde till utdelning.

Ytterligare en möjlighet att begränsa rösträtten är att företagen kan emittera upp till 25 procent av aktiekapitalet i form av investeringscertifikat, Certificat d'investissement, CI. Rösträtten skiljs då åt från kapitalandelen och överlåts på övriga aktieägare, medan kapitaldelen fritt kan överlåtas. Ursprungligen skapades denna möjlighet för att statsägda företag skulle kunna skaffa kapital medan staten behöll kontrollen. Exempel på företag som emitterat CI:s är just ovan nämnda Pechiney och Rhône-Poulenc.

Vid utförsäljningen av de statsägda företagen förekom även att staten förbehöll sig rösträtten för aktien, en så kallad golden share, under ett visst antal år. Ett exempel på detta är det stora Havas Communication, vars femåriga rösträttsförbehåll faller bort 1992.

De flesta av de börsnoterade företagen har emitterat obligationer med rätt till teckning av aktie, obligations à bon de souscription d'actions, OBSAs, för att öka intresset för obligationen.

Slutligen finns möjligheten att stadga om begränsning av rösträtten för en enskild aktieägare. Detta används relativt sparsamt, men ett exempel är spritföretaget Pernod-Ricard, som begränsat rösträtten för aktieägare till 10 procent oavsett innehav.

Ledningens kontroll

I Frankrike används möjligheten att träffa avtal om överlåtelse aktieägare emellan flitigt. Avtalen kan innehålla hembudsklausuler och prisöverenskommelser. Ett exempel är Frankrikes motsvarighet till Vingresor, Club Mediterranée, vars aktieägare

[1] Loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales, art 175.

har förbundit sig att inte överlåta aktier mot ledningens vilja.

Styrelsen ska i Frankrike väljas av bolagsstämman med enkel majoritet. För att få större inflytande över ett företag är det vanligt att bolagets ägare registrerar ett så kallat Société en commandite par actions, SCA, och kontrollerar det större bolaget via detta. Ett SCA har bolagsstatus men reglerna för denna bolagsform är mer liberala än för aktiebolag, SA, och ledningen för ett SCA kan förbehålla sig rätten till vissa beslut. Som exempel kan nämnas modeföretaget Yves Saint Laurent och Frankrikes största distributör av livsmedel, Casino.

Företag kan äga egna aktier upp till tio procent. Ömsesidigt ägande begränsades redan på 1940-talet, och nya regler begränsar allt ägande i närstående företag till tio procent. Sedan den 1 juli 1991 förlorar aktier i närstående företag sin rösträtt, och därför är många företag nu intresserade av att sälja av sitt innehav i närstående företag. Företagen stärker i stället sin position genom att försäkra sig om att stora poster av företagets aktier ägs av vänligt sinnade företag och av till exempel de största leverantörerna och bankerna.

Regler på börsmarknadsnivå

De brittiska kraven att EG ska öppna den europeiska marknaden för företagsförvärv har lett till nya lagar och regler i Frankrike. Men den franska regeringen vill inte släppa greppet om industrin och valde, tvärt emot vad EG avsett med sina förslag, att skärpa de regler som skyddar företagen mot uppköp.

De nya franska reglerna omfattade visserligen krav på bättre information, dokumentation och rapportering, men eftersom de ytterst syftar till att skydda befintliga ägarstrukturer har de kritiserats häftigt bland annat i den rapport som låg till grund för EG-kommissionens förslag.

En av nyheterna var att den som lägger ett offentligt bud på ett företag inte får köpa upp poster på öppna marknaden till ett högre pris än i budet, vilket stärker målföretagets ställning. Att denna regel kan användas som ett effektivt försvar mot ett uppköpsförsök visade det misslyckade försöket från den tidigare statsägda investmentbanken Paribas att ta över holdingbolaget Navigation Mixte i slutet av 1980-talet.

Paribas/Navigation Mixte

Paribas lade ett bud på två tredjedelar av aktierna i Navigation Mixte. Ägandet i Navigation Mixte är spritt på ett stort antal småaktieägare. Strax efter Paribas bud steg priset på aktien till en nivå strax över det offentliga erbjudandet. De franska tillsynsmyndigheterna misstänkte en överenskommelse mellan aktieägarna för att förhindra uppköpet, och krävde information av alla inblandade parter. Undersökningen gav emellertid inte belägg för påståendet om en samordnad aktion. De nya reglerna förbjöd Paribas att köpa aktier dyrare än budpriset, och de tvingades i stället höja nivån på hela det offentliga erbjudandet med två procent. Återigen steg kursen på Navigation Mixtes aktier, och lade sig strax ovanför budet.

Paribas anklagade Navigation Mixte för kursmanipulation, men tillsynsmyndigheten lyckades inte bevisa någon organiserad aktion från målföretagets sida. Händelsen debatterades livligt, och många ansåg att tillsynsmyndigheten ålagts alldeles för stora beviskrav. Den allmänna åsikten bland debattörerna var att Paribas skulle ha tillåtits köpa aktier till det högre priset vid sidan av budet.

Förvärvsklimat

De franska tillsynsmyndigheterna angav 1989 nya regler för hur respektive part ska agera vid ett offentligt uppköpserbjudande. Ledningen förbjuds att emittera nya aktier till vänligt sinnade parter, och nyemission ska godkännas av bolagsstämman. Genom de nya reglerna begränsas möjligheten att utge aktier under liggande uppköpserbjudande, men denna begränsning omfattar inte avtal som redan fanns då budet lades.

Offentliga uppköpserbjudanden hör inte till vanligheterna i Frankrike. I studien som Coopers & Lybrand gjorde i juli 1990 konstaterades att endast 24 av de 200 största företagen kunde anses vara potentiella uppköpsobjekt såtillvida att ägandet var någorlunda spritt och ledningen inte kontrollerade majoriteten av rösterna.

Vid en ökning av innehavet måste s k uppflaggning ske inom 5 dagar. Uppflaggningsreglerna gäller då ett innehav passerar

gränserna 5, 10, 20, 33, 50 och 66 procent. Dessa gränser kan skärpas ytterligare genom bestämmelser i bolagsordningen. Som exempel kan nämnas lyxvaruproducenten LMVH. Börsvärdet för LMVH var 1989 parisbörsens högsta med över 45 miljarder franc. I bolagsordningen har LMVH tagit in regler som kräver uppflaggning vid så lågt innehav som en procent av aktierna. Dessa innehav rapporteras i årsredovisningen, och om en aktieägare når 20-procentsgränsen måste han öppet deklarera vad hans intentioner med innehavet är.

I Frankrike inträder budplikt vid innehav av kontrollpost. Kontroll definieras som uppnådd när en tredjedel av röstetalet innehas. Ett bud måste kvarstå i 15 dagar, men måste inte omfatta hela aktiestocken, utan ett partiellt bud kan läggas på två tredjedelar av aktierna.

För utländskt förvärv av mer än 20 procent av aktierna i ett företag krävs inom vissa skyddade sektorer som banker och försvar regeringens tillstånd, om köparen inte är ett EG-företag. För att räknas som EG-företag ska mer än 50 procent av köparens aktiekapital kontrolleras av EG-medlem. Återigen aktualiseras problemet med bristande registrering av innehav – har företaget emitterat innehavaraktier är det svårt att veta hur företaget ägs. Finansministern kan också lägga in sitt veto vid förvärv överstigande 10 procent om han anser det ligga i nationens intresse.

Reaktioner på EG-förslaget

Den franska reaktionen på delar av förslaget har varit kraftigt negativ. Det är framför allt det femte direktivet, och då förbudet mot differentierat röstvärde som ses som ett allvarligt hot. Begränsningen av möjligheten att kontrollera företag med hjälp av röststarka aktier skulle innebära stora förändringar för den franska industrin. Le Conseil National du Patronat Français, CNPF, vilket är motsvarigheten till det svenska lagrådet, underkände i ett yttrande i början av 1991 nära nog hela det femte direktivet, och förordnade en total omarbetning. CNPF vänder sig mot grundtankarna i Bangemannförslaget, och ser inte något positivt i att möjligheten att skydda ett företag mot fientligt uppköp försvinner.

Kritiken riktar sig också mot reglerna beträffande hur bolag ska organiseras och styras. Den dualistiska formen är influerad av tyskt tänkande och är främmande för den franska företagskulturen, heter det bland annat.

Förslagen i andra och trettonde direktiven beträffande begränsning av ömsesidigt ägande och beträffande budplikt accepteras däremot och överensstämmer i allt väsentligt med redan gällande fransk rätt.

Försvinner möjligheten för ledningen att kontrollera ett företag via den tidigare beskrivna bolagsformen SCA, eller genom att använda sig av röststarka aktier kommer detta säkerligen påverka möjligheten till företagsförvärv. Men de faktorer som utgör hinder mot uppköp skulle fortfarande vara mycket betydelsefulla. Det gäller den begränsade omfattning av noterade företag, och att så stor del av kontrollen över näringslivet ligger hos regeringen och ett par finans- och industrigrupper som sinsemellan har avtal som effektivt utestänger oönskade ägare.

Behovet av tillstånd från regeringen, som under vissa omständigheter kan blockera en överlåtelse, medför dessutom en osäkerhet som kan avskräcka potentiella uppköpskandidater. Dessa faktorer skulle även fortsättningsvis utgöra effektiva hinder mot uppköp, även om EG-förslaget blir verklighet.

8 *Nederländerna*

Amsterdambörsen har på senare år kommit att inta en central roll bland Europas börser. De stora investerarna är institutioner, investmentbolag och utländska placerare. Fondbörsen i Amsterdam är mån om sin framtoning som en modern handelsplats med god information. En ny lag 1986 skärpte etikkraven, och därefter har ytterligare åtstramningar av regelverket gjorts. ”Skamfläckarna” på amsterdambörsen innebär att en svart markering sätts upp framför de företag som omger sig med kraftiga skydd mot uppköpsförsök.

Marknadsvärdet på amsterdambörsen var i slutet av 1989 cirka 90 miljarder US-dollar. Det gjorde den till den sjunde största börsen i OECD-länderna. Trots framgångarna för amsterdambörsen anses fortfarande företagen vara lågt värderade. Den traditionella förklaringen har varit att investerarna har föredragit banksparande och obligationer. En aktuellare förklaring är att företagen omger sig med en flora av skydd mot övertaganden, och att detta minskar investerarnas intresse och därmed sänker priset på aktierna.

Den stora jätten bland de noterade bolagen är Royal Dutch Shell. Företagsgruppen ägs till lika stora delar av ett holdingbolag i Nederländerna och ett i Storbritannien. År 1987 svarade företaget för drygt 40 procent av marknadsvärdet på amsterdambörsen. Livsmedelsföretaget Unilever har en liknande ägarsituation som Shell, och är det näst största av de noterade företagen. Andra kända företag är Heineken och Philips. Det finns också gott om utländska företag noterade vid amsterdambörsen. Vid slutet av 1988 var 232 nederländska aktier officiellt listade och 228 utländska – framför allt gäller det amerikanska och japanska aktier.

Aktiebolagslagen

Aktiebolagslagen i Nederländerna tillåter inte rösträttslösa aktier, och principen är att alla aktier ska ha lika rösträtt.[1] Förutom vanliga aktier tillåts också preferensaktier, som har särskilda rättigheter. Det låter okomplicerat men i själva verket bjuder det praktiska affärslivet i Nederländerna en långt mer komplex bild.

Prioritetsaktier

Bolagsordningen kan föreskriva att vissa aktier ska ge ägaren särskilda rättigheter. Dessa aktier benämns prioritetsaktier (prioritetsandelen). Det kan finnas olika typer av prioritetsaktier i ett och samma bolag. Prioritetsaktien kan till exempel innebära att det krävs att dess ägare godkänner nominering av styrelseledamöter eller ändring av bolagsordningen eller emission av aktier.

Detta inskränker övriga aktieägares möjligheter att besluta i bolagets angelägenheter. Lagen anger dock vissa beslut som alltid ska fattas på bolagsstämman och där de legala röstreglerna gäller.

Klausuler i bolagsordningen som föreskriver att bolaget ska ha prioritetsaktier kallas oligarkiska klausuler. Prioritetsaktierna ägs ofta av bolagets grundare eller personer som står företagsledningen nära. Det är också vanligt att de ägs av en särskild stiftelse, vars styrelse kan bestå av företagsledningen och styrelsen för bolaget.

År 1990 hade över 50 procent av de noterade bolagen i Nederländerna prioritetsaktier. De anses vara ett effektivt skydd för bolagsledningen mot oönskade försök till uppköp.

Preferensaktier

För att preferensaktier (Preferente Aandelen) ska få emitteras måste det anges i bolagsordningen, och antalet får maximalt uppgå till samma antal som de ordinarie aktierna. År 1990 hade

[1] Civil Code, Book II art 118.

cirka hälften av de noterade nederländska bolagen bestämmelser som gav möjlighet att ge ut preferensaktier. Bolagsstämman kan ge företagsledningen bemyndigande att emittera preferensaktier under en femårsperiod. Om det inte sägs uttryckligen i bolagsordningen kan denna fullmakt inte återkallas under femårsperioden.

Preferensaktier kan användas för att stoppa ett fientligt bud. Företagsledningen kan då emittera preferensaktier till en tredje, vänligt sinnad part, och därmed ge denne en betydande andel röster. Skulle denne tredje part inte vara helt likvid vid emissionstillfället finns det möjlighet att "realisera" preferensaktierna. De behöver bara betalas med 25 procent av värdet vid emissionstillfället. Vid utdelning har de företräde framför stamaktierna. Amsterdambörsen kräver att majoriteten i styrelsen av det företag eller den stiftelse som träder in och "räddar" det företag som är utsatt för ett fientligt bud själva är oberoende av företaget. Eftersom syftet är att bevara oberoendet och kontinuiteten hos målföretaget är det dock tveksamt om denna regel har någon praktisk betydelse.

Certifikat

Aktieägarnas inflytande kan minskas ytterligare genom att aktier ersätts med certifikat. Dessa certifikat kallas ibland för skuggaktier. Det fungerar så att aktierna i bolaget innehas av en organisation (administratiekantoor) som utger certifikat till aktieägarna. Certifikaten kan listas på amsterdambörsen och bli föremål för handel.

Det finns tre typer av certifikat:

1 "Niet-royeerbare certificaten" – dessa kan inte konverteras till vanliga aktier. Amsterdambörsen tillåter inte längre listning av den här typen av certifikat.
2 "Beperkt-royeerbare certificaten" – dessa kan konverteras men inte till en större mängd än att de motsvarar en procent av aktiestocken.
3 "Royeerbare certificaten" – dessa kan konverteras utan hinder. Eftersom denna typ av certifikat inte skyddar ledningen i nämnvärd grad används de inte så ofta. (Den enda "skyddan-

de" effekt de har är att certifikatsinnehavaren tvingas avslöja sin identitet vid konverteringen, vilket kan ha en viss återhållande effekt).

Certifikaten representerar aktiens ekonomiska värde men ge inte rösträtt. Denna utövas av organisationen, som i regel samarbetar med bolaget. Företaget kan starta en stiftelse enkom för detta ändamål. Amsterdambörsen har dock samma krav på en sådan stiftelse som på den stiftelse som innehar preferensaktier nämligen att majoriteten av styrelsen i stiftelsen är oberoende av företaget.

Enligt det konsultföretag, Booz Allen, som har utarbetat underlaget för EG:s förslag, så var 99 procent av aktiekapitalet flertalet av de noterade nederländska företagen utgivet i form av certifikat i mitten av 1989. Konsultföretaget gör kommentaren att certifikaten används som ersättning för rösträttslösa aktier, som är förbjudna i lag.

Rösträttsbegränsning

Bolagsordningen kan också begränsa en aktieägares rösträtt. Rösträtten kan begränsas i absoluta tal eller relativt. Ett aktieinnehav om 10 procent kan till exempel ge sex procents rösträtt medan 20 procents aktieinnehav kan ge sju procents rösträtt.

Elva noterade företag, huvudsakligen mycket stora, använder sig av denna möjlighet till begränsad rösträtt. Tillsammans representerar dessa företag cirka 40 procent av det totala värde på amsterdambörsen. Antalet företag är dock begränsat och rösträttsbegränsning har inte vunnit vida spridning då den är relativt lätt att kringgå genom att sprida innehavet på flera närstående företag eller individer, i Nederländerna kallade "Stromannen" efter ett berömt rättsfall på 1920-talet.

Det ska också nämnas att bolagsordningen kan stipulera att aktier bara kan emitteras till fysiska personer. Resultatet blir att juridiska personer bara tillåts äga certifikat. Uppfinningsrikedomen är stor när det gäller att skydda företagen mot potentiella köpare och ytterligare möjligheter än de redan nu nämnda finns.

[1] Civil Code, Book II art 133.

År 1990 hade fem företag startat separata holdingbolag benämnda "Gemeenschappelijk Bezit", som emitterat aktier på marknaden. Holdingbolaget är ensam aktieägare i det "riktiga" företaget. Genom den här konstruktionen kan aktieägarna bara utöva indirekt inflytande över företagsledningen genom att utnämna eller rösta bort ledningen i holdingbolaget.

Ett annat sätt att försäkra sig om makten över ett företag är naturligtvis att inte låta notera aktien på fondbörsen. Det största ickenoterade företaget i Nederländerna, Steenkolen Handels Vereiniging, skaffar sig istället kapital genom obligationslån.

Dubbla styrelser

Bakom den till synes enkla lagstiftningen som förbjuder skillnader i röstvärde på aktier döljer sig alltså en mängd regler och praxis som syftar till att stärka befintliga ägare och ledningens ställning gentemot förvärvskandidater.

Ytterligare en viktig faktor är det system med dubbla styrelser som används med en överstyrelse (egentligen övervakande) och understyrelse (som sköter företagets dagliga affärer) som finns i Nederländerna. Modellen liknar den tyska, och de båda länderna är ensamma inom EG om detta system.

Lagen säger att företag med ett kapital överstigande 22,5 miljoner gulden och som samtidigt har mer än 100 anställda och som har ett arbetarråd, klassificeras som ett Structuur Vennootschappen (SV). Structuur-bolagen måste ha en överordnad styrelse och en underordnad styrelse som sköter företagets dagliga affärer. En stor del av aktieägarnas makt överlåts i ett Structuur-bolag till den överordnade styrelsen. Den överordnade styrelsen utser ledning i företaget och väljer medlemmar till den överordnade styrelsen (i praktiken ett självutnämnande). Tyngre beslut av den underordnade styrelsen kräver också förhandsgodkännande av överstyrelsen.

Makten över företagen har i Nederländerna förskjutits från aktieägare till företagsledningar. Förekomsten av Structuur-bolag med mycket starka överstyrelser brukar anges som en av huvudorsakerna till detta.

Uppflaggningsreglerna gör det ännu svårare för många mindre aktieägare att organisera sig i en gemensam aktion mot en

förtagsledning eller stark huvudägare. Huvudsakligen emitterar börsbolaget så kallade innehavaraktier (bearer shares) som inte registreras på någon ägare, någon offentlig registreringsmyndighet finns inte heller. Det tar vanligtvis tid och kräver betydande ansträngningar att ta reda på vilka aktieägare som finns. Den tröskel där innehavet måste annonseras är så hög som 50 procent. Ett förslag som parlamentet ska ta ställning till föreslår flera olika procentnivåer som varje gång de passeras av en aktieägare måste anmälas.

Elsevier/Kluwer

Att de nederländska företagens skyddsmurar fungerar visar det faktum att försöken till fientliga övertaganden är mycket få, och inget har lyckats. Det första försöket någonsin gjordes av förlaget Elsevier i juni 1987. Förlaget försökte då ta över den mindre konkurrenten Kluwer. Fallet rönte stor uppmärksamhet och gav prov på flera försvarsåtgärder. Bland annat emitterade Kluwer 2,5 miljoner preferensaktier till en vänligt sinnad stiftelse. Stiftelsen var bildad redan 1972 och hade som syfte att "bevaka Kluwers intressen". Därefter emitterade Kluwer ytterligare 2 miljoner preferensaktier till ett vänligt sinnat företag, som man tidigare hade diskuterat samarbete med. Detta företag kom att agera som "White Knight" och lade ett motbud.

På grund av den stora mängden preferensaktier blev utspädningen av de utestående 2,5 miljoner vanliga aktierna kraftig. Även om Elsevier hade lyckats komma över 100 procent av de vanliga aktierna i Kluwer hade företaget inte uppnått kontroll över det åtrådda bytet. Nu blev det aldrig aktuellt, eftersom det vänligt sinnade företaget uppnådde 51 procent medan Elsevier stannade vid 49 procent.

De institutionella placerarnas roll kom att diskuteras häftigt i samband med uppköpsförsöket. Ett argument löd att fientliga övertaganden drog bort ledningens uppmärksamhet från bolagets verkliga verksamhet, det kunde inte annat än skada även aktieägarna i längden. Andra varnade pensionsfonderna vid de stora företagen för konsekvenserna om de uppmuntrade detta genom att anta buden; nästa gång kunde uppköpsförsöket gälla deras eget företag. Affären slutade efter långa förhandlingar

med att företagen gjorde upp i godo. Elsevier lät sig nöjas med en stor post certifikat i det företag som agerade "White Knight" åt Kluwer.

Nedlloyd

Det mest aktuella exemplet och som har rönt stor uppmärksamhet under 1991 är den norske skeppsredaren och finansmannen Torstein Hagens försök att få en plats i det förlusttyngda transportföretaget Nedlloyds styrelse och medverka till en rekonstruktion av bolaget. I januari 1988 tillkännagav Hagen att han hade förvärvat 10 procent av aktierna i bolaget.

Hagen presenterade en plan för rekonstruktion, som gick ut på att bolaget skulle koncentrera sig på sin huvudsakliga sysselsättning shipping. Hagen opponerade sig också mot ledningens planer att emittera stora mängder preferensaktier till en utvald grupp institutioner. Syftet var enligt honom bara att skydda ledningen och hade inget med finansiella behov att göra. Han motsatte sig också ledningens planer på att skriva ned tillgångarna i företaget.

Nedlloyds ledning tog inte intryck av Hagens kritik. Hagen hävdade då att 35 procent av aktieägarna motsatte sig nedskrivningen och hälften motsatte sig emissionen av preferensaktier.

Nedlloyds aktieägare förfogade över den typ av certifikat som kan bytas tillbaka till aktier, men högst till ett värde motsvarande 1 procent av rösterna. Vid omröstning på bolagsstämman om förslagen vägrade Nedlloyds ledning att räkna 25 procent av rösterna. Detta motiverades med att man misstänkte Hagen för att ha använt "Stromannen", alltså ha spridit aktierna på flera ombud. Trots detta röstades ledningens förslag om preferensaktier ned, medan den lyckades driva igenom nedskrivningarna vid ett senare möte.

Torstein Hagen har senare ökat sitt aktieinnehav ytterligare och var i början av 1991 uppe i 23 procent. Ett stort antal aktieägare stödjer honom, och han har krävt att få en plats i styrelsen. Men hans anspråk har avvisats av styrelsen, som enligt reglerna för en överstyrelse utnämner sig själv såsom tidigare har beskrivits. I den nederländska pressen kallas fenomenet för att hålla ägaren utanför sin dörr.

Men på samma sätt som i Tyskland finns det tecken som tyder på en betydligt hårdare linje från aktieägarnas sida gentemot ledningen än tidigare. Vid Nedlloyds bolagsstämma i början av juni 1991 vägrade aktieägarna att godkänna bolagets räkenskaper för 1990. Det var ett direkt svar på ledningens fortsatta vägran att bereda Hagen och ytterligare två personer plats i styrelsen.

Nedlloyd har en rösträttsbegränsning som maximerar antalet röster till 600 per aktieägare vid bolagsstämman. Torstein Hagen lyckades få stöd från den nederländska motsvarigheten till Aktiespararnas Riksförbund och därmed vinna omröstningen med cirka 144 000 röster för ett underkännande av räkenskaperna mot 114 000 som ville godkänna dem.

Beslutet har ingen direkt effekt på företaget eller dess ledning, men är naturligtvis en seger för både Torstein Hagen och mindre aktieägare, som framöver kan räkna med ökat inflytande när de väl en gång har vågat utmana den närmast ointagliga ledningen, och dessutom lyckats.

I Nederländerna har man börjat att allt mer ifrågasätta de snåriga och ålderdomliga rösträttsreglerna. Företagen och de stora institutionella placerarna vill behålla rösträttsskillnaderna, medan bland andra småaktieägarföreningar vill begränsa möjligheterna för ledning och ursprungliga ägare att behålla makten intakt.

Den nederländske finansministern har framhållit att det är viktigt med lika spelregler inom hela EG, och Amsterdams fondbörs har som tidigare sagts ansträngt sig för att hålla en modern profil och märker särskilt ut företag som anses omge sig med alltför kraftiga hinder mot försök till övertaganden. Det borde ha varit goda förutsättningar för ett positivt mottagande av EG-kommissionens förslag i Nederländerna. Men reaktionen har istället blivit den rakt motsatta.

Fondbörsens utredning

Förslaget ses som ett dråpslag där Nederländerna drabbas hårdare än övriga EG-länder. Orsaken är att förslaget tar sikte på bolagsrättsliga regler som anses försvåra övertaganden. Andra faktorer som kan hämma förvärvsklimatet åtgärdas inte i kommissionens förslag.

Hinder av annan natur än lagar och regler kan till exempel vara ett stort statligt ägande, stark ägarkoncentration eller brist på riskvilligt kapital. Dessa hinder är svagare i Nederländerna än i de övriga medlemsländerna, enligt de inhemska kritikerna. Försvinner möjligheten att via lag skydda företag mot uppköp skulle landets näringsliv lämnas vidöppet för utländska köpare.

Amsterdams fondbörs och Börsbolagens förening uppdrog åt konsultföretaget Coopers & Lybrand att granska effekterna av förslaget sett ur nederländsk synvinkel. Arbetet startade strax efter den första preliminära presentationen av Bangemannförslaget i maj 1990 och avslutades i november samma år, alltså bara en månad innan EG-kommissionen slutligen presenterade hela sitt förslag.

Coopers & Lybrand granskade 1989 förvärvshindren i Europa på uppdrag av den brittiska regeringen. I den rapporten konstaterades att EG-kommissionen var på rätt väg och förtjänade allt stöd i sitt arbete. Resultatet blev ett helt annat när uppdragsgivaren nu var Amsterdams fondbörs.

I sin sammanfattning skriver konsultföretaget att dess undersökning avslöjar att EG-förslaget misslyckas i ambitionen att skapa en gemensam spelplan. De huvudsakliga försvarsmekanismerna är de strukturella hindren, och de påverkas inte av förslaget. De tekniska hinder som kommissionen vill bryta ned med sitt förslag har olika stor betydelse i olika EG-länder. Vissa länder påverkas mycket lite om dessa försvinner, medan Tyskland och Nederländerna förlorar sina viktigaste hinder, enligt konsultfirman.

Vidare konstateras att endast Nederländerna och i viss mån Storbritannien kommer att ha en marknad som öppnar sig för övertaganden, om EG-förslaget genomförs. De övriga länderna kommer att ha kvar ett starkt skydd, i kraft av sina strukturella hinder mot uppköp. Som exempel på dessa strukturella hinder nämner konsultföretaget de nära banden mellan ägarfamiljer och banker, samt att aktier i noterade företag inte är vida spridda i de flesta länder inom EG. Statligt ägande, statliga regleringar och korsägande är andra exempel på strukturella hinder som finns i många länder, men som inte finns eller är svagt utvecklade i Nederländerna.

Det skydd som finns inbyggt i Structuur-bolagen, prioritetsaktierna, preferensaktierna och rösträttsbegränsningarna skulle

försvinna. Möjligheten att använda sig av certifikat på samma sätt som nu skulle dock kvarstå. I konsultföretagets rapport till amsterdambörsen heter det att konsekvensen för Nederländerna blir att företagspirater ges möjlighet till abnorma vinster, och att intresset för kortsiktiga vinstmöjligheter tar överhanden. Utöver varnas bland annat för att utländska företag i stor utsträckning skulle kunna skaffa sig kontroll över det nederländska näringslivet.

Situationen i Nederländerna är konfliktfylld. Amsterdambörsen och myndigheterna har under 1980-talet månat om en livligare börshandel, och anser sig med nya lagar och regler ha öppnat marknaden. EG-förslaget går dock mycket längre.

Nu anser man sig istället tvungen att agera nödbroms. Nederländernas finansminister kallar i en promemoria som förelagt det nederländska parlamentet i början av 1991 EG-förslaget ensidigt och obalanserat. Finansministern syftar på att EG-förslaget bara avser skyddsåtgärder som regleras i privaträtten medan kommissionen ansett sig tvingad att överse med strukturella hinder. Det sägs vidare i promemorian att EG-kommissionens förslag är inspirerat av anglosaxiskt synsätt, där aktieägarens intressen är centrala, i motsats till den kontinentala uppfattningen där verksamhetens fortgång och de anställdas intressen sätts i första rummet.

Ändras inte förslaget så att villkoren för Nederländerna blir likvärdiga jämfört med övriga EG-länder, måste det överväga om inte andra faktorer, liknande dem som finns i andra länder ska användas också i Nederländerna, varnar finansministern. Det ges dock inte i promemorian några exempel på vad dessa skyddsåtgärder kan innebära.

9 *Italien*

Det finns flera börser runt om i Italien. Milanobörsen står värdemässigt för över 90 procent av aktiehandeln.

Det samlade börsvärdet i förhållande till BNP är relativt låga 20 procent, och antalet noterade företag var i början av 1990 drygt 200 stycken.

Det italienska näringslivet ägs i förhållandevis stor utsträckning av enskilda familjer. Många står utanför börsen, men även bland de noterade bolagen finns flera internationellt kända företag, som ägs eller kontrolleras av familjer. Fiat ägs av Giovanni Agnelli och elektronikföretaget Olivetti av entreprenören Carlo de Benedetti.

Försäkringsbolaget Generali hade 1989 det högsta marknadsvärdet på Milanobörsen. De institutionella placerarna har hittills fört en undanskymd tillvaro i Italien, men framför allt försäkringsbolag och investmentfonder har i allt större utsträckning börjat placera sina tillgångar i aktier.

Aktieslag

En vanlig stamaktie (azione ordinario) ska alltid motsvara en röst.[1] Den registreras på den verklige ägaren.

Företagen kan även emittera preferensaktier, azioni priviligate, som kan vara rösträttslösa[2]. Preferensaktierna får högst motsvara 50 procent av företagets kapital, vilket ju svarar mot de krav EG-förslaget innebär. Preferensaktier är vanliga bland de statligt noterade företagen.

[1] Codice Civile art 2348.
[2] Codice Civile art 2351.

Sedan 1974 kan de börsnoterade bolagen också emittera så kallade sparaktier, azioni di risparmio.[1] De har företräde framför andra aktieslag beträffande vinst och utdelning, men saknar rösträtt. Vid bolagsstämman representeras innehavarna av sparaktier av ett särskilt valt ombud.

Aktier med begränsad rösträtt, oavsett om det är preferensaktier eller sparaktier, får inte sammantaget ges ut till större andel än 50 procent av det totala aktiekapitalet.

Sparaktierna kan till skillnad mot de vanliga aktierna vara innehavaraktier (bearer shares), och behöver då inte registreras på en särskild ägare. Cirka hälften av de noterade företagen i Italien har emitterat sparaktier. De får bara användas av företag som också har vanliga stamaktier noterade vid fondbörsen. Vid en extra bolagsstämma som är sammankallad för att ändringar ska göras i bolagsordningen har sparaktierna rösträtt.

Patto di sindacato

I Italien förekommer en sorts sammanslutning mellan vissa aktieägare benämnd patto di sindacato. Det är en formell överenskommelse som innebär vissa förpliktelser. Ett sådant ”kontrakt” gäller under en viss tidsperiod för den aktieägare som har skrivit på.

Medlemmarna i sammanslutningen träffas före bolagsstämman och lägger upp taktiken för hur man ska rösta. Medlemmarna förbinder sig att inte sälja sina aktier till ”outsiders”.

Systemet diskriminerar effektivt övriga aktieägare, eftersom kontrollen över bolaget förskjuts till medlemmarna i sammanslutningen, vars aktier stiger kraftigare i värde än övriga aktieägares. Systemet är helt lagligt och medlemmarna i en patto di sindacato är rättsligt bundna till de överenskommelser de har skrivit under.

Enligt börsreglerna måste förekomsten av en patto di sindacato annonseras inför bolagsstämman.

Lagen (Civil Code) stadgar att alla aktieägare ska behandlas lika, men i praktiken säljer medlemmarna i en patto di sindacato sina aktier för ett högre pris än vad övriga aktieägare gör.

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

Förvärvsklimat

Det finns ingen erbjudandeplikt och detta uppmuntrar företagen att köpa in sig i andra industrigrupper. Däremot förhindrar den italienska bolagslagstiftningen uttryckligen korsägande. Ett bolag får inte förvärva mer än två procent i ett företag som redan innehar två procent i det egna bolaget.

Den här regeln används finurligt för att stoppa förvärvskandidater. Målföretaget köper helt enkelt två procent i företag som man misstänker kan tänkas lägga ett bud på det egna bolaget.

Maktstrider mellan de dominerande familjerna har vid ett par tillfällen drivit upp kurserna på vissa aktier i Italien, men försök till fientliga övertaganden och offentliga bud så som de förekommer i de anglosaxiska länderna är nära nog ett okänt fenomen i Italien. Ett undantag är när Crédit Lyonnais 1989 lyckades förvärva 48 procent i den regionala banken Credito Bergamasco. Budet bekämpades dock inte aktivt av Bergamascos ledning.

Den vanliga förklaringen till frånvaron av offentliga erbjudanden är att det finns så få noterade bolag. Bland dem som har låtit sig noteras är dessutom aktierna inte särskilt spridda.

I slutet av 1988 hade endast åtta av sammanlagt 219 noterade företag erbjudit mer än 50 procent av sina aktier på marknaden. Skulle, mot förmodan, ett offentligt erbjudande komma har målföretagets ledning rätt att minska värdet på företaget.

Allt bidrar sammantaget till ett förvärvsklimat som lämpar sig illa för offentliga bud.

Flera av de etablerade industrifamiljerna använder sig numera av särskilda holdingbolag, Società in accomandita per azioni (Sapa). Den berömda familjen Agnellis Fiat-aktier är till 76 procent placerade i sådant holdingbolag. Syftet har i massmedia helt rakt angetts vara att hålla ”outsiders strictly outside”.

På liknande sätt som i Tyskland är det etablerade näringslivet tätt lierat med bankerna. I och för sig är bankerna inte tillåtna att själva inneha aktier, och bankerna utövar inget direkt inflytande på ledningarna. Men den väldiga investmentbanken Mediobanca med tillgångar på runt 20 miljarder USD har en dominerande ställning. I dess styrelse sitter representanter för de ledande familjerna inom näringslivet.

Ägarförhållanden

De fem största ägargrupperna representerar 70 procent av marknadsvärdet på de italienska börserna.

Störst är den statliga ägarsfären, som genom sina holdingbolag IRI, ENI och EFIM kontrollerar 31 företag, motsvarande drygt 26 procent av börsvärdet.

Näst störst är gruppen runt Fiatägaren Agnelli, som kontrollerar 23 företag motsvarande drygt 16 procent av marknadsvärdet. Därefter kommer gruppen runt försäkrinsbolaget Generali med kontroll över sammanlagt drygt 11 procent av börsvärdet.

de Benedettis sfär svarar för knappt sju procent av marknadsvärdet på fondbörserna i Italien. (Uppgifterna är från 1990)

Familjerna har lyckats bygga upp sin position till stor del beroende på frånvaron av en anti-trustlagstiftning.

Det faktum att försök till fientliga övertag är sällsynta i Italien hindrar inte att de mäktigaste grupperna försöker genomföra liknande angrepp utomlands. Den italienska däcktillverkaren Pirellis attack mot den tyska kollegan Continental har väckt stor uppståndelse (se kapitel 5, Tyskland). Bakom Pirelli står inte bara huvudägaren Leopoldo Pirelli, utan också Fiats Giovanni Agnelli; familjen Agnelli tillhör det syndikat som kontrollerar 56 procent av aktierna i Pirellikonglomeratet.

Carlo de Benedettis misslyckade försök att ta över belgiska Société Générale, ett väldigt holdingbolag med intressen i nära nog alla större belgiska företag har till och med initierat förslag om lagändringar i Belgien.

Italienarna gör alltså sina försök. Samtidigt håller man rent på hemmaplan, i alla fall när det gäller större prestigefylld industri. När Ford förhandlade med Alfa Romeo, gick Fiat emellan och lämnade ett motbud. Det blev Fiat som fick köpa Alfa Romeo. Det ska dock sägas att den italienska marknaden anses vara öppen och tillmötesgående mot utländska investerare, så länge de inte utmanar de grundläggande maktstrukturerna.

EG-förslagets effekter

På grund av att så få företag är börsnoterade, och framför allt att aktieägandet inte är särskilt spritt, anses inte EG-förslaget påverka det italienska näringslivet nämnvärt. Trots att det sägs i förslaget att alla aktieägare ska behandlas lika, så finns det ingen artikel som kommer att förbjuda de särskilda sammanslutningarna, patto di sindacato, som syftar till att lägga kontrollen över ett företag i en viss grupp aktieägares händer.

De rösträttslösa preferensaktierna och sparaktierna utan rösträtt, kan även om EG-förslaget blir verklighet, precis som nu emitteras upp till en gräns motsvarande 50 procent av kapitalet.

10 Belgien

Brysselbörsen är en med internationella mått mätt medelstor börs. Den domineras av några stora finansiella holdingbolag, varav Société Générale är det största, och svarar för knappt 10 procent av marknadsvärdet.

Société Générale har intressen i så gott som samtliga större belgiska företag. Den italienska industrimannen Carlo de Benedettis misslyckade försök i slutet av 1980-talet att lägga ett offentligt bud på Société Générale är den mest dramatiska händelser på Brysselbörsen på senare år. Vi återkommer till detta längre fram i kapitlet. Händelsen anses ha påverkat EG-kommissionen kraftigt när den utformade det trettonde bolagsdirektivet, som bland annat syftar till att minska företagsledningens möjlighet att motarbeta ett uppköpsförsök utan aktieägarnas godkännande.

Brysselbörsen har likt många andra Europeiska börser haft en snabb utveckling på 1980-talet. I slutet av decenniet var cirka 340 företag noterade. Hälften av dem var utländska företag, med ett stort inslag av amerikanska bolag.

Sekretessen gör det svårt att kartlägga ägarstrukturen i Belgien. Aktierna är så kallade innehavaraktier (bearer shares) och registreras inte på någon särskild ägare. Försäkringsbolag och pensionsfonder har av hävd investerat i obligationer istället för aktier. Pensionsfonderna, som regleras via staten, har restriktioner för hur mycket aktier de får köpa men har ökat sina innehav på senare år. De tidigare nämnda holdingbolagen som ofta är bankanknutna är obestridligen stora ägare.

Huvuddelen av de aktier som handlas på brysselbörsen är vanliga aktier, som ger innehavaren en röst.

Röstvärdesdifferentiering förbjöds i Belgien redan 1934. Det

finns dock fler aktieslag än de vanliga stamaktierna.

Preferensaktier ges företräde till utdelning och utskiftning av tillgångar.

En särskild sorts ”skatteaktier”, AFV, emitterades under 1982 och 1983. De ger extra hög utdelning och är befriade från gåvo- och arvsskatt.

Även om aktierna är så kallade innehavaraktier, så måste de registreras inför bolagsstämman om ägaren vill utnyttja sin rösträtt. Av skatteskäl avstår många aktieägare från denna rättighet.

Till helt nyligen begränsade lagen varje enskild aktieägares möjlighet att rösta för mer än en viss procent av det totala röstetalet. Denna begränsning är numera borttagen, som ett led i anpassningen till EG:s inre marknad.

Även om alla aktier med samma nominella värde ska ha samma rösträtt, så finns det möjlighet att emittera aktier som representerar olika stor del av kapitalet. Dessa kan då ha olika rösträtt.

Den belgiska marknaden har länge karaktäriserats som liten och med låg aktivitet. Den gynnsamma ekonomiska utvecklingen på 1980-talet jämsides med stimulerande åtgärder från regeringens sida har dock satt fart på handeln som värdemässigt har fördubblats många gånger om under de senaste tio åren. Förvärvsaktiviteten var tidigare låg, men efter Carlo de Benedettis försök att ta över Société Générale har en rad fusioner och uppköp ägt rum.

Attityden gentemot utländska investerare är öppen i Belgien. Som redan har framgått är en stor del av de noterade företagen vid Brysselbörsen utländska. Det är en följd av de stora investeringar i landet som utländska företag har gjort.

Men reaktionen blev kraftig när den italienske industri- och finansmannen Carlo de Benedetti via sitt företag Cerus (Compagnies Européennes Rénuis) försökte ta över Société Générale de Belgique, som det fullständiga namnet på det stora holdingbolaget lyder.

När det stod klart för ledningen att de Benedetti var på väg att köpa en betydande post, utnyttjade man 1987 möjligheten att i bolagsordningen ge ledningen ett femårigt mandat att emittera aktier motsvarande bolagets eget kapital.

Ledningen förklarade för aktieägarna inför beslutet att peng-

arna behövdes för att göra nya förvärv, men det var allmänt känt att åtgärden var ett led i försvaret av företaget.

I januari 1988 deklarerade Carlo de Benedetti att han förfogade över 18,6 procent av aktierna i Société Générale, och att han snart skulle lägga ett offentligt bud på ytterligare 15 procent av aktierna.

En rad belgiska företag med stora innehav i Société Générale förklarade då att man hade en gemensam plan för hur bolaget skulle rekonstrueras. En annan grupp aktieägare formerades runt den franska banken Banque Indosuez. Bådas syfte var att hålla de Benedetti borta från Société Générale.

de Benedettis bud stupade för gott när Société Générale emitterade 12 miljoner nya aktier. De såldes till dotterbolaget Sodecom SA. Köpet finansierades av Générale de Banque, som till 12 procent ägs av just Société Générale. Kontrollen över dotterbolaget Sodecom SA överfördes sedan till den allians av belgiska och franska företag som hade stött Société Générale.

Lärdomarna är många i Belgien efter tumultet runt Société Générale. Det tidare så populära korsägandet har minskat. Företagen koncentrerar sina innehav i högre utsträckning än tidigare.

Den belgiska bolagsrätten förbjuder egentligen företag att köpa sina egna aktier direkt eller indirekt (Art. 29 Commercial Companies Code). Detta kringgicks egentligen när ett helägt dotterbolag köpte 12 miljoner aktier i moderbolaget. Såväl den belgiska bankkommissionen som appellationsdomstolen godkände dock affären med motiveringen att det är acceptabelt att emittera aktier till ett dotterbolag förutsatt att det inte agerar på uppdrag av moderbolaget.

Trots att man lyckades parera de Benedettis framstöt så är resultatet av affären att det största holdingbolaget nu i huvudsak är under fransk kontroll. En lag har införts som innebär att innehav om fem procent av aktierna i ett bolag måste anmälas. Det gör att en potentiell företagsköpare kan identifieras tidigt.

Lagförslaget gick allmänt under beteckningen ”de Benedettiförordningen”. Det var ett direkt svar på händelserna i samband med uppköpsförsöket. Enligt den nya belgiska bolagslag som trädde i kraft 1991 får ett dotterbolag inte äga mer än 10 procent av aktierna i moderbolaget. Detta harmonierar med de föreslagna EG-reglerna.

11 USA

Den amerikanska aktiemarknaden är världens största och på många sätt den mest avancerade. Det inhemska näringslivet spänner över de flesta verksamhetsområden och utbudet av aktier är mycket stort. Kraven på information är högt ställda och de noterade amerikanska företagen måste varje kvartal lämna rapporter som har granskats av revisorer.

New York-börsen, NYSE (New York Stock Exchange) är landets största och representerar cirka 80 procent av det samlade marknadsvärdet på USA:s börser. I slutet av 1980-talet var cirka 1600 företag noterade.

American Stock Exchange, AMEX, är också den lokaliserad till New York. Dess marknadsvärde är betydligt mindre. Sammanlagt har AMEX cirka 900 noterade papper och värdemässigt svarar börsen för ett par procent av aktiehandeln.

Den tredje stora handelsplatsen i USA är OTC-börsen NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System) i Washington. Den har under de senaste tjugo åren växt kraftigt i betydelsen sedan det elektroniska noteringssystemet infördes i början av 1970-talet. Idag handlas cirka 4700 företag på NASDAQ, och den har blivit en betydande konkurrent till fondbörserna.

Bland de regionala aktiebörserna är Boston, Cincinnati, Philadelphia, Midwest och Pacific de som brukar nämnas. Vi begränsar framställningen till NYSE, AMEX och NASDAQ.

Frågan om röstvärdesskillnader på aktier har haft en framskjuten placering i USA de senaste åren. En del stora företag har agerat kraftfullt för att få emittera röstsvaga aktier, och historien rymmer båda nya börsregler och domstolsingripan-

den. Men först några ord om lagstiftningen och den historiska bakgrunden till de regler som har gällt vid framför allt New York-börsen.

Lagstiftning och börsregler

Det finns ingen federal aktiebolagslagstiftning i USA. Delstaterna använder sig dock i olika hög grad av en gemensam förlaga, Model Business Corporation Act, som tillåter röstsvaga och rösträttslösa aktier. De flesta delstatslagstiftningar stipulerar att alla aktier ska ha röstvärde, men anger inga begränsningar i fråga om storleken.

Det är dock inte lagstiftningen, utan New York-börsens inregistreringsregler, som ligger till grund för de aktuella diskussionerna i USA.

År 1926 införde NYSE regeln att inte registrera företag med aktier som saknade eller hade kraftigt reducerad rösträtt. Bakgrunden var att företag som till exempel Dodge Brothers och Industrial Rayon lät notera sig med hjälp av rösträttslösa aktier. Detta väckte kraftiga protester hos investerarna.

Regeln blev känd som New York-börsens ”one share – one vote”-policy. Bara det faktum att en aktie var noterad vid NYSE var en signal till investerarna att alla aktier i bolaget hade samma rösträtt.

Den mindre konkurrenten AMEX ändrade reglerna flera gånger. År 1972 fattade börsens styrelse beslut att inte låta notera rösträttslösa aktier. År 1976 annonserade dock Wang Laboratories att företaget beslutat att skilja kapitalinsats och röstvärde åt. Företaget lät då notera sig på AMEX lista istället för att stanna kvar på New York-börsen för att kunna genomföra förändringen. AMEX accepterade Wangs villkor, som kom att bli börsens egna regler. De innebär att röstvärdesskillnaden inte får vara större än 1:10, de röstsvaga aktierna har exklusiv rätt att välja minst 25 procent av styrelsen och när de röststarka aktierna motsvarar mindre än 12,5 procent av aktierna har de röstsvaga aktierna rätt att delta i valet av resterande 75 procent av styrelsen.

OTC-börsen NASDAQ har till nyligen inte antagit några regler angående rösträtten. Resultatet blev att i början av 1980-

talet fungerade både AMEX och NASDAQ som alternativ för de bolag som ville kringgå NYSE:s regel en aktie – en röst.

Röstvärdesfrågan i fokus

Ett par orsaker bidrog till att diskussionen om aktiers röstvärde blev hett stoff i USA under 1980-talet. Institutionernas roll har växt kraftigt under hela efterkrigstiden. I slutet av 1989 utgjordes 50 procent av marknadsvärdet på NYSE och 25 procent av marknadsvärdet på AMEX av institutionella placeringar.

I början av 1980 var inflytandet ingen stor fråga för institutionerna. Avkastningen var den helt dominerande faktorn när portföljen komponerades. Institutionerna hade ett utpräglat "exit-beteende" (se kap 1!) och valde att sälja istället för att ta strid med ledningen när man var missnöjd med utvecklingen i ett bolag.

Under 1970- och 80-talen ökade konkurrensen kraftigt mellan olika fondförvaltare. Kraven ökade på att frekvent visa hög avkastning på det placerade kapitalet.

Det förstärkte den naturliga önskan hos alla investerare att dra nytta av de kursstegringar som oftast följer på ett offentligt erbjudande. Allt oftare kom de institutionella placerarna att rösta emot företagsledningens förslag om skyddsåtgärder, som skulle göra fientliga övertaganden svårare. Röstvärdet kom att bli viktigt även för de institutionella placerarna.

Ytterligare en faktor bidrog till de institutionella placerarnas ökade intresse för röstvärdet. Framför allt pensionsfonderna har blivit så stora investerare och med så stor spridning på sina portföljer att ett rent "exit-beteende" inte längre är realistiskt. Skulle de sälja ut sina innehav i de företag där de inte är helt nöjda med ledningen skulle det påverka marknadsindex. Istället har de valt att aktivt intressera sig för hur ledningen sköter sitt uppdrag, och använder allt oftare sin rösträtt för att driva igenom den önskade linjen.

En orsak till att ett större antal företag önskade emittera röstsvaga aktier var den kraftiga ökningen av antalet övertaganden under 1980-talet. Bland annat den så kallade "junk bond market" (skräpobligationsmarknaden) gjorde det finansiellt möjligt att förvärva företag i större utsträckning än tidigare.

Amerikanska företagsledningar har oroats över att företagens långsiktiga mål har satts åt sidan, och istället har intresset fokuserats runt åtgärder för att förhindra övertaganden. Ett sådant är att tillfredsställa aktieägarna med kortsiktiga vinster för att minska attraktiviteten hos ett offentligt erbjudande.

Ett verktyg som många företag fann användbart för att skydda sig mot övertaganden var just röstvärdesdifferentiering av aktier. År 1985 hade cirka 50 företag på AMEX lista och 100 av de företag som handlades på NASDAQ röstvärdesskillnad på bolagets aktier. Allt fler av företagen som var noterade på New York-börsen beslutade sig för att införa aktier med olika röstvärde. Många av dem var beredda att låta sig avlistas, om New York-börsen motsatte sig företagens beslut.

Bland de företag som införde röstvärdesdifferentiering märks General Motors, Dow Jones, Hershey Food och The Coastal Corporation. General Motors beslutade 1984 att emittera aktier med en halv röst. General Motors är inte gärna en kund man förlorar, och NYSE tillsatte en kommitté med uppgift att göra en översyn av gällande regler. Kommittén föreslog i början av 1985 att de noterade bolagen på NYSE skulle tillåtas införa aktier med olika rösträtt under vissa omständigheter. Kommittén underströk vikten av att alla aktieägare behandlas lika, men påpekade samtidigt att utvecklingen på aktiemarknaden var sådan att risk förelåg att företagen lät notera sina aktier på marknader där kontrollen och skyddet för aktieägarna var i det närmaste obefintlig.

Kommittén rekommenderade att företag på NYSE skulle tillåtas ha en röstvärdesdifferentiering om 1:10. Rapporten väckte stor uppståndelse och debatterades livligt i kongressen, bland investerarna och ute på företagen. Kritikerna pekade på risken att ett fåtal ägares innehav kan räcka för att nå kontroll över ett bolag med spritt ägande. En köpare som vill skaffa sig kontroll över ett företag kan då rikta sig enbart till dessa ägare med ett generöst erbjudande som inte kommer innehavarna av de röstsvaga aktierna till del.

Ett par kongressmän lade fram ett lagförslag som syftade till att hindra samtliga börser från att registrera aktier i bolag som inför röstvärdedifferentiering.

Regel 19c-4

År 1986 framförde NYSE en förfrågan till den federala kontrollmyndigheten SEC (Securities and Exchange Commission) om börsen tilläts lätta på sin gamla regel "one share – one vote".

Efter ett omfattande utredningsarbete införde istället SEC i juli 1988 en egen regel på temat en aktie – en röst. Den blev känd som regel 19c-4. Vid det laget hade sammanlagt 354 bolag på de tre stora börserna hunnit införa röstvärdesdifferentiering. SEC:s regel 19c-4 syftar till att förhindra att existerande aktieägare diskrimineras, samtidigt som företagens behov av finansiering inte åsidosätts.

Under arbetet fick SEC en stor mängd synpunkter framför allt från medlemmar i aktieägarnas förening (United Shareholders Association), som i huvudsak stödde linjen en aktie – en röst.

Regeln 19c-4 specificerar fyra fall som inte längre ska vara tillåtna. Rösträttsbegränsningar tillåts inte. Ett bolag kan till exempel inte begränsa en enskild aktieägares rösträtt till 10, 20 eller 30 procent av det totala röstetalet.

Röstvärdet får inte knytas till aktieinnehavets längd. En förekommande modell har varit att aktien har 10 röster vid emission, men efter att den har handlats sjunker röstvärdet till ett och stiger sedan inte tillbaka till 10 förrän en enskild aktieägare har innehaft den i tre eller fyra år (jämför dubbel rösträtt i kapitel Frankrike!). En sådan konstruktion tillåts alltså inte enligt SEC:s regel 19c-4.

Ett företag får vidare inte erbjuda nya aktier med högre eller lägre röstvärde i utbyte mot redan emitterade. Risken är att aktieägarna känner sig tvingade att acceptera röstsvaga aktier i utbyte mot högre utdelning.

Ett företag får inte emittera aktier med högre röstvärde än de redan befintliga.

Undantag från regel 19c-4

Men SEC gjorde också betydande undantag från regel 19c-4. För det första tillåts röstvärdesskillnader när ett bolag introdu-

ceras på börsen, eftersom det då inte finns några aktieägare som kan diskrimineras.

Ett bolag kan också emittera aktier av en annan klass så länge dess rösträtt inte är större än hos de redan existerande aktierna.

Vid förvärv och vid fusioner kan ett företag också tillåtas att emittera aktier med lägre rösträtt för att lösa finansieringsfrågan. Det var denna typ av aktier som General Motors emitterade vid förvärvet av Hughes Aircraft – aktierna hade lägre röstvärde än GM:s vanliga stamaktier, men utdelningen var knuten till resultatutvecklingen i det förvärvade bolaget.

Även företag som har hamnat i finansiella svårigheter ges möjlighet att emittera röstsvaga aktier. Det finns ingen uttrycklig bestämmelse om detta i 19c-4, men marknadens egna övervakande organ tillåts göra undantag för bolag som anses behöva detta stöd.

SEC undantog utländska företag som är noterade i USA från reglerna, med motiveringen att den amerikanska marknaden är en sekundär marknad för dessa företag, och att de kan vara tillåtna att ha röstvärdesdifferentiering på sin hemmamarknad. Ett förbud mot detta i USA kan leda till att dessa företag väljer att lämna den amerikanska aktiemarknaden. Resultatet blir då att de amerikanska aktieägarna i dessa bolag hänvisas till utländska marknader och därmed mister allt skydd som de amerikanska lagarna erbjuder, resonerade SEC.

Vidare sägs att företag som redan har röstvärdesdifferentiering inte påverkas av de nya reglerna, med det undantaget att de inte kan införa ytterligare röstvärdesskillnader. Just frågan om retroaktivitet är ju brännbart stoff i debatten runt EG-förslagets 33:e artikel i det femte direktivet, som inte tillåter skillnader i röstvärden.

SEC uppmanade börserna att införa regeln. NYSE gjorde det, men oppositionen har varit kraftig. 19c-4 upplevs som alltför restriktiv och flera gånger har företag valt att utmana den. Playboy Enterprises delade upp de aktier företaget hade noterade på NYSE i två skilda klasser med olika rösträtt. Avsikten var att skaffa kapital, utan att därför minska makten hos grundaren Hugh Hefner. NYSE stödde aktionen sedan en majoritet av aktieägarna röstat för lösningen (Hefner innehar 75 procent av rösterna).

Även OTC-börsen NASDAQ har anammat 19c-4 i sina egna

börsregler. AMEX antog så sent som i april 1991 nya regler, som enligt AMEX ledning syftar till att ge aktieägarna bättre skydd. Reglerna påminner i mångt och mycket om 19c-4, även om AMEX till skillnad från de andra börserna inte har använt sig av den ordagranna lydelsen.

Samtidigt som börserna alltså har tagit intryck av 19c-4, så har den av en appellationsdomstol (Court of Appeals for the District of Columbia) befunnits vara ett övertramp från SEC:s sida. Lagen på området, Securites and Exchange Act från 1934, statuerar att aktiebolagsrätten är en delstatsangelägenhet. Värdepappershandeln regleras i och för sig federalt, men enligt vad som på amerikanskt manér kallas för ”Blue Sky”-teorin så ansvarar var delstat för alla bolagsrättsliga frågor under sin egen himmel.

Appellationsdomstolens beslut kom i juni 1990, och därefter hade SEC möjlighet att överklaga till Högsta Domstolen (Supreme Court) men avstod från att göra detta.

Resultatet av diskussionerna är alltså att det nu finns en regel, som avser att begränsa möjligheterna till röstvärdesdifferentiering, men att det görs betydande undantag. Även om NYSE är restriktiva med notering av företag med röstvärdesskillnad på aktierna, så är den gamla regeln one share – one vote uppluckrad genom antagandet av regel 19c-4. Regeln gav också legitimitet åt de 350 företag som redan infört röstvärdesdifferentiering.

Försvarsåtgärder

Övertaganden av företag genom offentliga erbjudanden, istället för diskussioner mellan de inblandade parterna har blivit allt vanligare i USA under 1980-talet. Antalet så kallade take-overs har bland annat möjliggjorts på grund av nya finansieringsmöjligheter. Den mest uppmärksammade finansieringsformen har varit de av den beryktade finansmannen Michel Milken uppfunna skräpobligationerna (junk bonds), som kan beskrivas som ett högriskpapper med chans till mycket hög avkastning.

Röstvärdesdifferentiering är långt ifrån den enda metod som skrämda företagsledningar har tillgripit. I flera delstater har skeptiska politiker och fackföreningar tagit intryck av rädslan

för uppköp, och lagstiftningsvägen försökt motverka möjligheterna att genomföra ett fientligt bud.

Delstaten Pennsylvania har rönt stort intresse genom en omfattande lagstiftning. Den innehåller regler som gör det omöjligt för den aktieägare som har ett innehav större än 20 procent att rösta för förändringar i ledningen eller företagets inriktning, utan godkännande av övriga aktieägare. Dessutom förlorar den som har minst ett 20-procentigt innehav under kortare tid än två år realisationsvinsten på aktier som säljs inom 18 månader efter ett misslyckat uppköpsförsök. Reavinsten tillfaller istället målföretaget. Lagen säger vidare att företagsledningen ska jämställa till exempel anställda, kunders och leverantörers intressen med aktieägarnas vid tyngre beslut. Fackliga avtal gäller efter ett uppköp, och de som sägs upp garanteras skadestånd.

Lagen har kritiserats eftersom den anses skydda inkompetenta företagsledningar. En femtedel av de börsnoterade företagen i Pennsylvania har dock valt att avstå från de möjligheter att förskansa sig som lagen ger. Orsaken är att flera tunga institutionella placerare hotat att sälja sina innehav.

Pennsylvanias lag kommer att prövas i domstol. Lagen hävdas av motståndare till den stå i strid med federala aktielagar, eftersom den inkräktar på kontraktsrätten och kränker äganderätten.

År 1987 stödde Högsta Domstolen dock en lag i delstaten Indiana med samma syfte, nämligen att skydda företag mot fientliga uppköp. Lagen i Indiana statuerar att den som förvärvar aktier genom ett offentligt erbjudande måste få tillstånd av övriga opartiska aktieägare för att få rösta för sina egna aktier.

Den lilla delstaten Delaware hör till de stater som tillåter aktier helt utan rösträtt. Staten har en bolagslagstiftning som på många sätt stärker ledningens grepp om företaget. Cirka 50 procent av företagen på New York-börsen har på grund av detta valt Delaware som hemstat.

På samma sätt som inregistreringsvillkoren på fondbörserna och OTC-börsen NASDAQ har blivit ett konkurrensmedel för att locka till sig företag, tävlar en del stater om att erbjuda företagen sådana rättsliga villkor att de väljer just den egna staten som hemort.

Två vanliga uppfattningar om aktiemarknaden i USA är att fientliga uppköp hör till vardagen och att det är det enda land

där verklig ”aktieägardemokrati” finns. Det stämmer att båda dessa fenomen är långt mer dominerande fenomen i det amerikanska näringslivet än i det europeiska. Men som har framgått av beskrivningen är konflikten mellan ägare och ledning lika aktuell i den stora amerikanska ekonomin som i det Europa som nu står i begrepp att skapa en stor gemensam arena för övertaganden och fusioner.

Synen på fientliga övertaganden har delvis förändrats som en följd av de många företagsköpen under 1980-talet. De negativa konsekvenserna för såväl etablerade företag som anställda har många gånger varit betydande, och egenvärdet av fientliga övertaganden har allt oftare kommit att ifrågasättas.

12 Japan

De tre största fondbörserna i Japan är Tokyo, Osaka och Nagoya. Tokyobörsen är störst, inte bara i Japan utan periodvis också i hela världen. Den tävlar nu med New York-börsen som den största handelsplatsen, och hade ett tag ett större marknadsvärde än giganten NYSE.

Den nuvarande lagstiftningen som reglerar värdepappershandeln tillkom 1948, och hämtade inspiration från den amerikanska Securities Exchange Act från 1934. Det betyder inte att näringslivsklimatet därför har varit utpräglat aktieägarvänligt. Tvärtom är informationen av hävd dålig, och landet har under 1980-talet skakats av flera insiderskandaler. Den mest berykta-de, Recruit-affären, tvingade till och med fram premiärministerns avgång.

I mitten av 1980-talet skärptes insiderlagstiftningen. Traditionellt har japanska företag lånefinansierat sitt investeringsbehov, men börsen har blivit en allt viktigare kapitalkälla, och därmed har intresset för och kraven på ett strängare regelverk till skydd för aktieägarna vuxit sig starkare.

Tokyobörsen har ungefär ett lika stort antal företag noterade som New York-börsen, cirka 1 600. Bland de största märkes bilföretagen och elektronikföretagen, men börsen har ett brett spektrum som spänner över de flesta branscher.

Aktieslag

I princip stadgar den japanska lagstiftningen att en aktie ska ha en röst. Undantag görs dock för preferensaktier, som kan vara helt utan rösträtt.[1]

[1] 1 § Article 242 Commercial Code.

Det finns en mängd olika typer av preferensaktier, men bruket har tidigare inte varit särskilt vanligt, eftersom företagen har tillfredsställt sitt kapitalbehov genom lån. Under 1980-talet har dock näringslivets organisationer utövat påtryckningar för att möjligheterna att emittera rösträttslösa preferensaktier ska utökas. Tre huvudargument har framförts från näringslivets sida:

1 Behovet för moderbolag att behålla kontrollen över sina dotterbolag.
2 Användandet av preferensaktier för att skydda företagen mot fientliga övertaganden.
3 Diversifiering av värdepappersutbudet till investerarna, samt preferensaktiernas goda möjligheter att generera kapital till joint ventures.

Efter ett omfattande utredningsarbete förkunnade regeringen i slutet av 1990 att nya förändrade regler skulle träda i kraft den första april 1991.

De innebär bland annat att företagen nu har rätt att emittera rösträttslösa preferensaktier motsvarande en tredjedel av aktiestocken. Tidigare begränsades möjligheten till 25 procent. Det japanska näringslivet hade önskat en gräns vid 50 procent, vilket ju motsvarar EG-förslaget, men justitiedepartementet hänvisade till det ringa bruket av preferensaktier i Japan, och hävdade att det skulle vara oöverlagt med en så hög gräns innan effekterna av de nuvarande förändringarna har kunnat observeras.

Precis som tidigare gäller att företagen är skyldiga att uppfylla de särskilda förpliktelser som följer med en preferensaktie. Har en viss utdelning garanterats och företaget misslyckats med att uppfylla denna förpliktelse ges den rösträttslösa aktien röststatus.

Den nya lagen säger att innehavarna av rösträttslösa preferensaktier måste inviteras till bolagsstämman om beslut som rör deras intressen ska fattas. Det görs dock vissa undantag för särskilda sorters preferensaktier. Även sedan lagen ändrats krävs det att bolagsstämman tar ställning till emission av rösträttslösa preferensaktier.

Förändringarna av lagen har inte stillat debatten i Japan.

Såväl taxeringsproblem som inregistreringsproblem diskuteras nu livligt. I Tyskland kan ett företag notera sina preferensaktier utan att tidigare vara noterat på en fondbörs. I Japan vill många privata företag göra detsamma, men de japanska börsreglerna tillåter bara ett redan noterat företag att emittera preferensaktier.

De japanska företagen började emittera preferensaktier redan efter andra världskriget. Utvecklingen har dock gått mycket långsamt på det här området. I början av 1990-talet fanns det bara 20 preferensaktier att välja på för investerarna – och då är även de preferensaktier som inte är noterade medräknade!

Men såväl myndigheter som börserna verkar ha bestämt sig för att ge näringslivet möjlighet att i större utsträckning använda sig av denna finansieringsform, även om man väljer att skynda långsamt.

Tokyobörsen uppmanar nybörjare att starta med preferensaktier. Förhoppningen är att antalet individuella investerare ska öka. Det faktum att preferensaktier i Europa och USA nästan uteslutande innehas av institutioner förklaras av skattemässiga fördelar. Eftersom dessa inte finns i Japan hoppas börsledningen att innehavet av preferensaktier inte ska bli något förbehållet investeringseliten, utan ett bredare fenomen.

Ägarförhållanden

Ägarstrukturen i Japan påminner mycket om den i Europa. Det institutionella ägandet dominerar med över 40 procent av det samlade börsvärdet i slutet av 1980-talet. Företag står för cirka 30 och enskilda ägare för cirka 20 procent, medan resten ägs av utländska placerare.

Offentliga uppköpserbjudanden är ovanliga. Det förklaras till stor del av den komplicerade form av korsägande och intressegemenskap som finns i de s k keiretsus. Kärnan av företag i dessa grupper binds samman av ett nätverk av ömsesidigt och cirkulärt ägande.

De sex största keiretsus är Mitsubishi, Mitsui, Sumitomo, Fuyo, Sanwa och Dai-Ichi Kangyo. Sammanlagt äger dessa grupper cirka 2 procent av alla börsnoterade aktier.

Som exempel på korsägandet kan nämnas att i Mitsubishi äger samtliga de 26 företagen i gruppens kärna aktier i de övriga företagen. Det är inga stora innehav, men det sammanlagda resultatet innebär att gruppen i de flesta fall kontrollerar mellan 20 och 50 procent av varje företag.

Förutom de stora keiretsus finns fler grupperingar med liknande struktur. Till skillnad från keiretsus som inte har ett ledande företag, så är dessa andra liknande grupperingar uppbyggda runt ett särskilt företag.

Tidigare var lagstiftningen mycket tolerant vad gäller korsägande. Sedan 1982 får dock dotterbolag inte förvärva aktier i moderbolaget. Dessutom förbjuds ett företag att utöva sin rösträtt för ett aktieinnehav i ett bolag som i sin tur innehar mer än 25 procent i det egna bolaget.

Keiretsu-systemet placerar på ett utstuderat sätt makten hos företagsledningen. Även stora aktieägare kan likt i Tyskland och Nederländerna hållas utanför de inre cirklarna. Enligt klassisk teori (se kapitel 1) skulle avsaknaden av starka ägare innebära risk för ineffektivitet. De japanska resultaten visar emellertid något annat och kritiker bemöts på samma sätt som i Tyskland där man med illa dold förtjusning pekar på den ekonomiska utvecklingen i det egna landet när EG-kommissionen föreslår en anglosaxiskt inspirerad modell för att öka effektiviteten.

Det saknas dock inte kritik inom Japans egna gränser. Advokat Shuzo Nakashima har rönt uppmärksamhet genom att publicera en bok där det hävdas att det japanska systemet innebär många nackdelar. Nakashima anser att de små aktieägarna försummas när det inte heller finns några stora enskilda ägare som har något att säga till om och som kan ställa krav på alla aktieägares vägnar. Nakashima, liksom andra kritiker av det rådande systemet, anser att möjligheterna till korsägande ska minskas ytterligare, vilket i sin tur skulle begränsa de mäktiga företagsgruppernas inflytande. Nakashima har inte rönt någon positiv uppmärksamhet från företagsledningarna i hemlandet.

13 Danmark

Den danska aktiemarknaden har expanderat kraftigt på 1980-talet men är fortfarande en av de minsta inom EG. Såväl finansiering som investeringsbehov har traditionellt lösts via obligationslån istället. Det långvariga danska budgetunderskottet har bidragit till ett stort utbud av statliga papper, och den danska obligationsmarknaden har periodvis hört till de största i världen.

Köpenhamnsbörsens marknadvärde var i slutet av 1989 280 miljarder danska kronor. Sammanlagt var cirka 300 bolag noterade. Det förhållandevis höga antalet förklaras av de många mindre och medelstora företagen på börsen. De tio största företagen svarar endast för cirka 30 procent av börsvärdet.

Bland de största företagen på Köpenhamns fondbörs märks D/S 12 och DS Svedenborg, som är moderföretag till stora transport- och industrikonglomeratet A P Möller. Den Danske Bank och Handelsbanken hör också till de företag som i slutet av 1980-talet hade högst marknadsvärde på börsen.

Det finns ingen offentlig ägarstatistik i Danmark, och de utredningar som har gjorts tvingas gå omvägar via bland annat utdelningsstatistik. Uppskattningsvis innehar institutionella placerare cirka 30 procent av aktierna, företag och hushåll drygt 40 procent och utländska placerare cirka 5 procent. Det finns i Danmark också ett långsiktigt familjeägande av börsbolag.

Lagstiftning

I den danska aktiebolagslagen som började gälla den första januari 1974 stadgas att alla aktier ska ha rösträtt, men att en röstvärdesskillnad motsvarande 1 till 10 tillåts.[1]

[1] Lov om aktieselskaber 17, 67§§.

I Danmark kan, till skillnad mot i Sverge, aktierna ha olika stora nominella belopp, och det sägs därför att ingen aktie får ha ett röstvärde som överstiger tio gånger röstvärdet för en annan aktie av samma storlek.

Aktier som emitterades innan lagen trädde i kraft kan ha större röstvärdesskillnader eller helt sakna rösträtt. I samband med fondemission tillåts också de nya aktier som erhålls på grund av innehav av sådana äldre aktier vara rösträttslösa eller ha en skillnad i röstvärde som överstiger 1 till 10.

Cirka 75 procent av de noterade bolagen på Köpenhamns fondbörs använder sig av röstvärdesdifferentieringen. Det är vanligt att de röststarka aktierna som tillhör en familj placeras i en särskild stiftelse.

En stor del av tankegångarna vid tillkomsten av den danska lagen hämtade inspiration från den svenska lagstiftningen. I betänkandet sägs att en grupp aktieägare kan missbruka röstdifferentieringen genom att utnyttja en maktposition som inte står i rimlig proportion till den egna ekonomiska risken. En begränsning av röstvärdesskillnaderna till förhållandet 1:10 ansågs ge ett rimligt skydd.

Samtidigt framhölls att en radikalare begränsning kunde försvåra för bolagen att skaffa kapital. Istället kunde genom 1:10-förslaget det ofta legitima intresset att bevara rådande maktfördelning tillgodoses. Resonemanget är detsamma som det som föregick den svenska lagstiftningen 1944.

I Danmark är det möjligt att införa artiklar i bolagsordningen som maximerar det antal aktier eller det antal röster som får innehas av en viss aktieägare. Ändringar i bolagsordningen kräver 2/3 majoritet av rösterna och röstande kapital vid bolagsstämman.

Det finns ingen erbjudandeplikt vid ett visst procentmässigt innehav, så som till exempel är fallet i Storbritannien där City Code ålägger den som förvärvat 30 procent av aktierna i ett bolag att lägga ett likvärdigt bud på resterande del av aktiestocken. Däremot ska den som har skaffat sig kontroll över ett företag lämna ett rättvist erbjudande för återstående aktier. Problemet är att kontroll uppnås med hjälp av de röststarka A-aktierna, och vad som då är ett riktigt pris för resterande B-aktier kan alltid diskuteras.

Sedan 1981 måste innehav motsvarande 10 procent av röster-

na eller aktiekapitalet anmälas till bolaget och fondbörsen.

Företagen kan köpa 10 procent av sina egna aktier[1]. Detta användes av Fisker & Neilson våren 1989 för att undvika bli uppköpta av finansbolaget Riskær.

Förvärvsklimat

Även om förvärvsfrekvensen inte är påfallande hög i danskt näringsliv, så har de danska företagen blivit intressanta som plattform för utländska bolag att ta sig in i EG.

Sedan 1989 har ett antal överenskomna fusioner ägt rum i Danmark. Fientliga bud är ovanliga, men nyligen skedde ett som till och med provocerade fram regeringsingripande.

SEAS (South-East Zealand electricity company) är en av Danmarks största elproducenter. Bolaget är inte noterat på fondbörsen, och har ett mycket lågt aktiekapital i förhållande till de stora tillgångarna som uppskattas till runt 10 miljarder danska kronor. Finansbolaget Jomsberg med hemvist i Luxemburg, lyckades förvärva 28 procent i SEAS. Finansbolaget krävde styrelserepresentation. En idé finansbolaget hade var att sälja SEAS till den danska staten med god förtjänst.

Energiministern utsattes för kraftiga offentliga påtryckningar att rädda SEAS genom att köpa upp det, men vägrade med hänvisning till att det var just vad finansbolaget ville. Istället uppmanade ministern de kommuner i södra Danmark som var beroende av SEAS elförsörjning att köpa upp små aktieposter och gemensamt bekämpa Jomsberg.

Vid bolagsstämman lyckades detta och Jomsbergs representant vägrades styrelseplats. Jomsberg gav upp och sålde sitt innehav till den Danske bank och till SEAS självt.

Regeringens motutredning

Reaktionen i Danmark har varit häftig beträffande EG-förslaget. Den danske industriministern beställde redan hösten 1990, när det stod klart att möjligheterna till röstvärdesdifferentiering

[1] Lov om aktieselskaber §48.

skulle minskas, en egen utredning av departementets ”Selskabsretspanelet”.

Utredningen presenterades i februari 1991, och riktar häftig kritik mot EG-förslaget. Den främsta invändningen rör artikel 33 i femte bolagsdirektivet, som omöjliggör röstvärdesskillnader på de vanliga stamaktierna.

Utredarna ifrågasätter EG-kommissionens antagande att röstvärdesskillnader används som ett skydd mot uppköpsförsök. Den konsultrapport, ”Study on Obstacles to Takeover Bids” (Booz Allen Acquisition Services), som EG-kommissionen har haft till underlag ger inga bevis för detta påstående, enligt de danska utredarna.

Utredarna pekar istället på det danska Konkurrencerådets översikt ”Fusioner og virksomhedsovertagelser, 1989”, som visar att det under detta år genomfördes 424 fusioner och övertag i företag som sammanlagt omsatte 44 miljarder danska kronor. Av Danmarks nationalbanks årsrapport för samma år framgår det att danska företag nettoinvesterade för drygt 16 miljarder danska kronor medan utländska företag nettoinvesterade för knappt 8 miljarder i Danmark.

Med sifferexemplen vill utredarna tillbakavisa EG-kommissionens konsultrapports påstående att röstvärdesdifferentieringen cementerar ägarstrukturen i Danmark.

Utredarna säger sig ha förståelse för att investerarna vill ha inflytande i förhållande till deras investeringar, men att upphäva lagen med de verkningar det får för existerande bolag med röstvärdesskillnader vore enligt den inte ett rimligt medel för att nå detta mål.

Att upphäva röstvärdesdifferentieringen skulle vara ett ingrepp i A-aktieägarnas rätt, som de dessutom ofta har betalt för, skriver utredarna.

Vidare anges ett antal specifika tillfällen när röstvärdesdifferentiering används i andra syften än att skydda företaget mot uppköpsförsök. Det gäller vid generationsskiften, när den ursprunglige ägaren vill bevara inflytandet samtidigt som verksamheten gradvis överförs på någon annan. Ett annat exempel som ges är vid börsintroduktion där den tidigare ägaren vill behålla inflytandet.

I utredningen framhålls att Danmark saknar många hinder mot uppköp som finns i andra länder inom EG. Skulle rösträtts-

differentiering förbjudas är det enligt utredarna nödvändigt att de bolag som har röstvärdesskillnader idag får behålla dessa. Även de bolag som har rösträttslösa aktier från tiden före 1973 måste få behålla dessa. Dessutom bör aktier som vid fondemissioner emitterats på grund av innehav av sådana aktier även fortsättningsvis kunna vara utan röster. Så långt Industriministeriets utredning.

EG-förslagets effekter

Skulle EG-förslaget genomföras måste den danska lagen ändras. Såväl röstvärdesdifferentieringen som möjligheten till rösträttsbegränsningar vid bolagsstämman försvinner.

Den mindre kontroversiella punkten om erbjudandeplikt föranleder att en viss gräns måste införas när en förvärvare är skyldig att lämna ett likvärdigt bud på resterande del av de utestående aktierna. Vad beträffar bolagets rättighet att köpa aktier i det egna företaget harmonierar Danmarks regler redan med EG-förslaget som sätter en gräns vid 10 procent.

14 Norge

Oslobörsen har under 1980-talet varit föremål för samma febriga intensitet som sin svenska motsvarighet. Såväl uppgångar som nedgångar var dock ännu större än på stockholmsbörsen. En förklaring till detta är den stora betydelse oljepriset har för ekonomin i Norge. En annan förklaring är det relativt låga antalet stora ägare, vilka ofta är de stora företagen.

De tjugo största företagen stod i slutet av 1980-talet för 30 procent av innehaven. Utlänningar är en annan stor ägargrupp medan de institutionella placerarna har en mer undanskymd roll än i Sverige.

Nya regler och lagar har skärpt etikkraven på senare år. I mitten av 1980-talet gjorde oslobörsen sig känd för en rad insideraffärer och andra tvivelaktigheter. Efter saneringen har regeringen bland annat genom skattelättnader försökt uppmuntra allmänhetens sparande i akter.

Den stora bjässen på oslobörsen är statliga Norsk Hydro. Företagets aktiestock representerar cirka 20 procent av det samlade marknadsvärdet på börsen. Staten utgör en betydande ägare både via sitt majoritetsinnehav i Norsk Hydro, men också via ägande i andra företag.

Lagstiftning

Idag finns det såväl A-aktier med rösträtt som rösträttslösa B-aktier i Norge, men rösträttsskillnader var länge inte accepterat även om lagen tillåter det. I 1976 års norska aktiebolagslag gäller som huvudregel att varje aktie ska ge en röst om inte annat följer av lag eller bolagsordningen.

Bestämmelser i bolagsordningen kan ge företagen rätt att skilja hur mycket som helst på röstvärdet mellan olika aktier.

Det finns dock en särskild begränsning i den norska aktiebolagslagen. Antalet ägare av aktier med lägre röstvärde måste vara färre än 20. Det är alltså inte tänkt att företagen ska kunna emittera aktier med lågt röstvärde till allmänheten.[1]

Aktier som emitterats innan den nya lagen började gälla 1977 omfattas inte av de nya reglerna. Äldre bolag tillåts också som tidigare ge ut aktier med olika nominellt belopp.

Redan när lagen antogs fanns möjligheten att ansöka om dispens att få emittera röstsvaga aktier till en större publik än 19 investerare. Dispensen prövas av regeringen. Frågan var tidigare inte av större intresse eftersom den norska investerarna var kallsinniga inför röstsvaga aktier.

I mitten av 1980-talet aktualiserades problemet då en del stora norska företag sökte riskvilligt kapital utomlands. I samband med detta genomförde det norska industridepartementet 1985 en översyn av den norska koncessionslagstiftningen rörande utlänningars förvärv av fast egendom i Norge.

Resultatet blev att reglerna för rösträttslösa aktier och röstsvaga aktier mjukades upp utan att aktiebolagslagen behövde ändras. Syftet var att möjliggöra utlandsfinansiering av norska företag utan att kontrollen därför glider norrmännen ur händerna. Den då gängse dispenspraxisen ansågs mycket väl kunna rymma breda emissioner utomlands så länge det kapital som omfattas av röstvärdesbegränsningar inte översteg 50 procent av aktiekapitalet.

Norsk Data emitterade i mitten av 1980-talet rösträttslösa och röstsvaga aktier utomlands.

Aktieslag

Idag kan de norska aktierna delas in i tre huvudgrupper:

1 Bundna ordinarie aktier med rösträtt. De får alltså inte säljas till utlänningar.
2 Fria ordinarie aktier med rösträtt. De får alltså säljas till utlänningar, men det finns andra begränsningar, se nedan!
3 B-aktier helt utan rösträtt. De är helt fria att sälja till utlänningar.

[1] Lov om aksjeselskaper § 9–3.

Utländska investeringar i Norge begränsas av koncessionslagstiftningen, som säger att utlänningar måste ha tillstånd för att äga mer än 20 procent av aktierna eller en tredjedel av röstetalet i ett norskt företag.

Frågan är mycket känslig och det var förslaget om en ändring av dessa regler som ett led i förberedelsena inför ett EES-avtal, som slutligen fällde den borgerliga koalistionsregeringen Jan P Syse.

Även om en del företag har gett ut rösträttslösa B-aktier, så finns det i de flesta fall bara en sorts aktie som motsvarar en röst i de norska företagen. Det finns inte heller något företag så oslobörsen där kontrollaktieägaren inte samtidigt har minst 50 procent av aktiekapitalet. De föreslagna EG-reglerna skulle på dessa punkter alltså inte vålla några större problem i Norge. Till skillnad mot i Sverige så finns idag i Norge en erbjudandeplikt. Vid 45 procents innehav måste aktieägaren lägga ett likvärdigt bud på resterande aktier. Budet kan villkoras till två tredjedelar av röstetalet.

Förvärvsklimat

Förvärvsaktiviteten har under 1980-talet varit mycket hög periodvis. I en utredning beställd av den svenska Ägarutredningen konstateras att under 1986 var inte mindre än hälften av börsföretagen involverade i uppköpsaffärer. I utredningen påvisades också en ökad koncentration av ägande till färre innehavare av större poster.

Bland de större företagen är ask-i-ask-ägande vanligt förekommande. Däremot är korsägandet betydligt mer begränsat än i Sverige. De norska dotterbolagen får inte inneha eller äga aktier i det egna moderbolaget.

Svenska företag har investerat stort i Norge. Bland de mer kända affärerna är Procordias köp av livsmedelsföretaget Nora och ABB:s förvärv av Elektrisk Bureau. Uppköpen har väckt oro i Norge. Värnandet av det nationella är starkt i Norge och det är en allmän uppfattning att man ska slå vakt om sitt oberoende i så stor utsträckning som möjligt. Att en del teknikaliteter i bolagsrätten ligger närmare EG-förslagets regler än vad motsvarande regler gör i Sverige är i det närmaste att betrakta som

en helt irrelevant faktor vad beträffar det norska näringslivets vilja och möjlighet att anpassa sig till EG.

Betydligt djupare krafter som hör samman med regionalpolitiken och vissa dominerande näringsgrenar som fisket, spelar en helt avgörande roll. Såväl regeringen Syses fall när den försökte ändra koncessionslagstiftningen som Gro Harlem Brundtlands problem i EES-förhandlingarna sommaren 1991 är ytterst konsekvenser av dessa faktorer.

15 Finland

Cirka 70 företag är noterade på fondbörsen i Helsingfors, och börsvärdet uppgick 1989 till cirka 30 procent av bruttonationalprodukten.

Koncentrationen är hög, och de fem största företagen står för knappt 40 procent av marknadsväret. Bland de största märks flera skogsbolag som Kymmene, United Paper och Enso-Gutzeit. Till de värdemässigt största företagen hör också föreningsbanken Union Bank of Finland.

Finland saknade länge en riktig börslag, och det var först 1989 en sådan trädde ikraft. Där regleras numer bland annat insiderhandeln.

Lagstiftning

Vad beträffar röstvärdesdifferentieringen så förbjuder aktiebolagslagen, som trädde i kraft 1980, aktier utan röstvärde. Den största skillnaden i röstvärde som tillåts är 1:20. Tidigare var hur stora skillnader som helst tillåtna.

Precis som i Danmark var de nya strängare reglerna en följd av det samnordiska arbetet med nya aktiebolagslagar. Mycket av resonemangen från det svenska arbetet med 1944 års aktiebolag (se kap 2!) anammades i fråga om aktiers röstvärden.

Större rösträttsskillnader än 1:20, vilka har införts innan den nya lagen trädde i kraft tillåts även fortsättningsvis. Finns det aktier i bolaget som har mer än 20 gånger så stort röstvärde som andra aktier, så är det tillåtet att emittera nya sådana röststarka aktier vid ökning av aktiekapitalet.[1]

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

I mitten av 1980-talet hade cirka två tredjedelar av de börsnoterade bolagen infört röstvärdesskillnader. De vanligaste differenserna är 1:10 och 1:20.

Fria och bundna aktier

På samma sätt som i Sverige görs också i Finland skillnad mellan fria och bundna aktier. De fria får köpas av alla medan de bundna inte får köpas av utlänningar. Normalt får utlänningar inte äga mer än 20 procent av rösterna och 40 procent av kapitalet i ett finskt bolag. En del företag förbjuder emellertid i bolagsordningen allt utländskt ägande. Sammanlagt var endast 10 procent av de börsnoterade industriföretagens aktier fria 1988. För aktierna i handels- och transportföretagen var andelen ännu lägre, blott tre procent.

Marknadens effektivitet

Även om Helsingforsbörsen har expanderat kraftigt under det senaste årtiondet, så anses marknaden fortfarande vara förhållandevis ineffektiv. Som ett exempel nämns ibland den stora prisskillnaden mellan röststarka och röstsvaga aktier. Diskrepansen är flera gånger större än vad den är på till exempel stockholmsbörsen (se kap 1!).

Genom olika åtgärder som att ytterligare begränsa bankernas och försäkringsbolagens innehav i andra företag, söker myndigheterna öka omsättningen och därmed effektiviteten på börsen.

År 1989 trädde regler om erbjudandeplikt i kraft. Den som förvärvar två tredjedelar av röstetalet i ett börsbolag eller ett OTC-bolag åläggs skyldighet lösa in resterande del av aktierna till ”gängse pris”. Det finns förslag att gränsen för erbjudandeplikt i Finland ska sänkas ytterligare till 50 procent.

Ägarförhållanden

Aktierna i Finland är av så kallad innehavartyp, de är alltså inte registrerade på någon särskild ägare. För att få utnyttja rösträtten måste dock innehavaren precis som i många andra länder låta registrera sitt innehav i företagets aktiebok.

Ägarstatistiken är alltså inte helt tillförlitlig. Det står dock helt klart att det privata ägandet är stort jämfört med i Sverige. Hushållen uppskattas äga knappt 40 procent av börsbolagen. Övriga stora ägargrupper är banker, försäkringsbolag, institutioner, stiftelser och fonder. I många fall är familjeinflytandet kvar i äldre företag.

Bland de börsnoterade bolagen var i mitten av 1980-talet korsägande och cirkulärt ägande mycket begränsat. Trots bankernas begränsade rätt att äga aktier i andra företag (enligt en lagändring 1987 får de äga högst 10 procent av röstetalet i ett annat företag) så är deras inflytande stort över finsk industri. Industriföretagen brukar traditionellt hänföras till någon av de båda grupperna runt de två största bankerna Union Bank of Finland (UBF) eller Kansallis-Osake-Pankki (KOP).

Dessa har genom förvärv vuxit ut och räknas idag som Finlands två enda affärsbanker med riksintressen. Bakom bankernas expansion finns bland annat en önskan om att skydda sig mot de kraftiga kreditförluster som drabbade det finska bankväsendet i slutet av 1980-talet, men där finns också en rädsla för att vara för små när Finland öppnas för utländska förvärv.

Regeringen tillsatte i början av 1990 en investeringskommitté, vars uppdrag var att se över de regler som försvårar utländska investeringar i Finland. De finska företagens snabba internationalisering (de är bland annat största utländska ägare i svensk industri) har ökat behovet av att skaffa riskvilligt kapital. För att få tillgång till mer riskkapital måste det relativt slutna landet öppna sina portar ytterligare.

Emellertid var det inte länge sedan man gick i rakt motsatt riktning. År 1988 förbjöds utlänningar att äga mer än 40 procent i finska försäkringsbolag. Tidigare hade detta inte reglerats, utan det stod utlänningar fritt att köpa in sig i hur stor omfattning som helst i just försäkringsbolag.

De mycket restriktiva utlänningsförbehållen i Finland härstammar från handelskrigen på 1930-talet. Trots vissa steg bakåt anser regeringen att det nu är dags att göra något åt dessa och på så sätt skynda på Finlands integration i den internationella ekonomin.

I mitten av 1991 föreslog en av regeringen tillsatt investeringskommitté att de fria och bundna aktierna ska slopas, och att det alltså ska bli fritt fram för utlänningar att investera i Finland.

Appendix: Försvarsåtgärder

Det finns en rad försvarsåtgärder som ledningen för ett bolag kan vidta för att förhindra eller försvåra ett uppköpsförsök. I EG-förslaget finns ett uttryckligt förbud att vidta många av dessa åtgärder sedan ett uppköpserbjudande har presenterats, utan att bolagsstämman sanktionerar detta.

Här avses endast att kort presentera några av de vanligaste försvarsåtgärderna med så fantasifulla namn att det inte omedelbart är självklart vad de egentligen betyder. Flera av dem återfinns i de praktikfall som beskrivs i de olika länderkapitlen.

Poison Pills

Dessa delas in i ”Flip-overs” och ”Flip-ins”

Flip-over
En Flip-over kan till exempel fungera så att en aktie eller ett konvertibelt skuldebrev bär på rättigheten att köpa nyemitterade aktier till rabatterat pris i ett förvärvande företag! Syftet är naturligtvis att höja kostnaden för budgivaren.

Flip-in
En Flip-in innebär att målföretaget utfärdar aktier och konvertibla skuldebrev som ger innehavaren rätt till nyteckning av aktier i det egna bolaget till mycket låg kurs. Detta görs innan budgivaren har framträtt, och kan till exempel vara villkorat att gälla när en budgivare har nått en viss procentandel av aktiestocken. Eftersom erbjudandet inte omfattar budgivaren är syftet att späda ut hans ägarandel.

En varning är på sin plats för termen poison pill. Den används i den internationella affärspressen i betydligt mer vittomfattande betydelse än ovan som en samlingsbeteckning för många av de hinder ett målföretag kan ställa upp. Den brittiska bank- och värdepappersföreningen BMBA ränknar till exempel rösträttsbegränsningar till poison pills.

White Knight

En tredje part som lägger ett motbud på målföretaget. Många gånger finns det någon form av länk mellan den "vite riddaren" och målföretaget, och i vissa länder favoriseras denne jämfört med den ursprunglige budgivaren. Ett bra exempel på hur en White Knight kan fungera ges i fallet "Elsevier" i kapitlet Nederländerna.

Crown Jewel

Attraktiva tillgångar i företagets avyttras vid ett fientligt bud. Syftet är att göra förvärvet mindre intressant. Det vanligaste är att försäljningen sker redan innan köparen har hunnit lägga det fientliga budet. Försvarsåtgärden kan ofta stå i konflikt med aktieägarnas intressen.

Shark Repellent

Denna samlingsbeteckning på försvarsåtgärder som finns inskrivna i bolagsordningen brukar kallas "hajpulver" på svenska.

Tilläggen i bolagsordningen syftar till att försvåra övertaganden. Exempel kan vara rösträttsbegränsningar oavsett aktieinnehavets storlek, rätt för minoritetsaktieägare att påkalla tvångsinlösen, krav på kvalificerad majoritet för vissa beslut, erbjudandeplikt och förlängd mandatperiod för styrelsen.

Golden Parachute

Ett fallskärmsavtal som ger medlem av företagsledningen ett generöst avgångsvederlag i händelse av ett fientligt uppköp. I

Sverige rör det sig inte om sådana belopp att det kan anses vara ett verkligt hinder mot förvärv.

Pac-man

Målföretaget besvarar ett fientligt bud med att själva lägga ett motbud på det företag som har lagt det fientliga budet.

Show stopper

Målföretaget startar en rättslig process i syfte att fördröja budgivaren.

Lock-up

Åtgärd där målföretaget genom avtal med utomstående part försöker minska risken för att utsättas för ett uppköpsförsök. Ett exempel kan vara joint venture-avtal, varigenom hela verksamheten övergår till det andra företaget om det egna bolaget blir uppköpt. Det redan beskrivna Crown Jewel-försvaret kan bestå av ett sådant lock-up arrangemang, där viktiga tillgångar säljs enligt avtal till utomstående part i händelse av ett fientligt bud.

Litteratur

Officiella dokument

Amended proposal for a Thirteenth Council Directive on Company Law, Concerning Takeover and other General Bids, 1990, COM (90) 416 final SYN 186. Bryssel 10 september 1990. Commission of the European Communities.

Second Amendment to the proposal for a Fifth Council Directive based on Article 54 of the EEC Treaty concerning the structure of public limited companies and the powers and obligations of their organs, COM (90) 629 final SYN 3, Bryssel 13 december 1990. Commission of the European Communities.

Proposal for a Council Directive, amending Directive 77/91/EEC on the formation of public limited liability companies and the maintenance and alteration of their capital, COM (90) 631 final SYN 317, Bryssel 13 december 1990, Commission of the European Communities.

Europe Documents, European Commission's orientation in eliminating obstacles to Takeover Bids and Public Exchange offers, N. 1619 17 maj 1990.

Second Council Directive, Dir 77/91, 1988, Commerce Clearing House Inc.

Report of the Committee on Legal Affairs and Citizens' Rights angående förslag till förändringar av femte och andra bolagsdirektiven, COM(90) 629 final – C3-0077/91 – SYN 3, rapportör: Mr Carlos PERREAU DE PINNINCK, 24 juni 1991, A3-0180/91. (Även COM(90) 631 final – C3-0078/91 – SYN 317).

Amended proposal for a Fifth Directive founded on Article 54 (3) (g) of the EEC Treaty concerning the structure of public

limited companies and the powers and obligations of their organs. No C 240/2. 9 september 1983.

Utredningar m m

Barriers To Takeovers in the European Community, 1989, Volume 1–3. A study by Coopers & Lybrand for the DTI, Department of Trade and Industry, Her Majesty's office.

Effect of "Bangemann Proposals" on Barriers to Takeovers in the European Community, 1990, A study by Coopers & Lybrand Management Consultants sponsored by: Amsterdam Stock Exchange (Vereniging voor de Effectenhandel) and Association of Listed Companies (Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen – VEUO). Volume I och II. Executive Summary.

Study on Obstacles to Takeover Bids in the European Community, 1989, Booz Allen Acquisition Services for Commission of the European Communities. Executive Summary.

The Voting Rights Regulations for EC Countries mid-89, Booz Allen.

Nederländernas finansministers rapport till parlamentet, 1991, Memorandum on defensive measures adopted by companies listed on the stock exchange, 1 februari 1991.

BMBA, British Merchant Banking and Securities Houses Association, 1991, Memorandum angående EC Company Law Directives and their Relationship with the Elimination of Barriers to Takeovers and the Proposed Takeover Directive, 9 april 1991.

Special Committee on shareholders voting rights, 1991, Report to the Board of Governors of the American Stock Exchange, 14 februari 1991, American Stock Exchange, AMEX.

"SEC acts to bar disenfranchisement of shareholders, Regulatory Actions", 1988, *Corporate Governance Bullentin.*

Zöllner W och Noack U, 1991, "One share – One vote? Stimmerecht und Kapitalbeteiligung bei der Aktiengesellschaft", *Die Aktiengesellschaft*, nr 4, 1 april 1991.

Bastuck B och Koenig C, 1991, "The Concept of One Share – One Vote in EC Company Law", *Butterworths Journal of Banking and Financial Law*, april 1991.

Takenaka Masaaki, president of Yamaichi Institute of Securities & Economics Inc, Preferred Stocks and the Capital Market 2, tal publicerat i CaMRI 30 april 1991, Tokyo.
Ohtani Yoshio, Counselor Civil Affairs Bureau, Ministry of Justice. An Outline of the Latest Amendment of the Preferred Stock System. Tal publicerat i CaMRI 30 april 1991, Tokyo.
UNICE, Union of Industrial and Employers' Confederations of Europe Summary of UNICE Position concerning Amendments to the proposal for a 5th directive designed to eliminate obstacles to takeover bids, 16 april 1991.

Svenska utredningar

Aktiers röstvärde, 1986, Betänkande av röstvärdeskommittén, SOU 1986:23.
Företagsförvärv i svenskt näringsliv, 1990. Betänkande från ägarutredningen, SOU 1990:1.
Skog R, 1981, Röstvärdesdifferenser i svenska börsbolag, särtryck ur SOU 1981:78.
Ägande och inflytande i svenskt näringsliv 1988, huvudbetänkande från ägarutredningen, SOU 1988:38.
Ömsesidigt aktieägande mellan svenska börsföretag, 1986, en kartläggningsrapport om s k korsvist ägande från ägarutredningen I 1985:04, Ds I 1986:6.

Andra svenska källor

Bergström och Rydqvist, 1990, "Ownership of Equity in Dual-class Firms", *Journal of Banking and Finance* 14, s 255–269.
Bergström och Rydqvist, 1990, "The Determinants of Corporate Ownership – an Empirical Study on Swedish Data", Journal of Banking and Finance 14, s 237–253.
Bergström m fl, 1991, *Finansiella marknader*, SNS Förlag.

Bergström och Rydqvist, 1991, Försvar utan röster, opublicerad uppsats, Handelshögskolan i Stockholm.
Bergström och Rydqvist, 1991, Bör aktier med olika rösträtt avskaffas? opublicerad uppsats, Handelshögskolan i Stockholm.
Börsregler. En sammanställning av handlingsregler angående Börs(OTC)information och Börs(OTC)handel, 1986, andra upplagan, Hägglöfs B & B Företagsjuridik.
Carlquist m fl, 1990, *Världsbörsguiden*, Stockholms Handelskammare.
EG-bibeln, 1991, Dagens Industri.
Hedlund m fl, 1985, *Institutioner som aktieägare*. SNS Förlag.
Persson J, 1991, Promemoria angående "hinder" mot företagsförvärv, en jämförelse mellan några europeiska länder, Industriförbundet.
Rodhe K, 1989, *Aktiebolagsrätt enligt 1975 års aktiebolagslag*.
Skyddet för aktiebolagets egna kapital, 1990, 2:a reviderade upplagan, Ernst & Young.
Stockholms fondbörs. Årsrapport 1990.
Sundqvist S-I, 1991. *Ägarna och Makten i Sveriges Börsföretag*, Dagens Nyheter.
Öhman, *Börsguide 1990/91*.

Tidningsartiklar

Affärsvärlden, 1991, "USA-företagare avvisar hjälp"
Dagens Industri, 17/1 1991, "Vi måste också få slå fast om ett stabilt ägande"
Dagens Industri, 30/1 1991, "Ingen är tvungen att köpa aktier med lägre rösträtt"
Dagens Industri, 25/2 1991, "EG-skuggan över Wallenbergsimperiet"
Dagens Industri, 25/2 1991, "Inför EG-anpassningen: Utlandet räknar på inbrytning i Sverige"
Dagens Industri, 6/3 1991, "Låt oss kämpa i EG för olika röstvärden på aktier"
Dagens Industri, 8/3 1991, "Wallenberg sitter säkert"
Dagens Industri, 15/3 1991, "Olika röstvärde skapar badwill"

Dagens Nyheter, 30/6 1991, ”Fritt fram att köpa svenskt”
Europa Inside, 6/12 1990, ”EG stoppar aktier med olika värde”
Europa Inside, 16/5 1991, ”Lika rösträtt för aktieägare – men när?”
Financial Times, 7/1 1991, ”EC Proposal raises fears over flexibility of takeover rules”
Financial Times, 14/2 1991, ”International Capital Markets: Finns to dear path for foreigners – plans to reform on overseas investment”
Financial Times, 20/2 1991, ”Obstacles to foreigners are nothing but a myth: Germany takeover barriers”
Financial Times, 26/2 1991, ”Reshaping a family empire: The Wallenbergs' strategy”
Financial Times, 13/3 1991, ”Warning on EC takeover directives”
International Business Week, 27/5 1991, ”Rolled over at Germany's Continental”
International Business Week, 27/5 1991, ”Those mousy european investors begin to roar, shareholders are demanding more rights and ousting CEOs”
Svenska Dagbladet, 4/6 1991, ”Boven i Continental-Affären: Deutsche Bank”
The Observer, 10/3 1991, ”Sharp End (Mammon): Doing the Continental Horst Urban”
Veckans Affärer, 27/2 1991, ”Sfärernas makt försvagas”
Veckans Affärer, 20/3 1991, ”Än klarar Wallenberg hålla maktbygget intakt”
Veckans Affärer, 3/4 1991, ”Europas Wallenbergare bevarar herraväldet”
Veckans Affärer, 17/44 1991, ”Ingen utlänning kör över Deutsche Bank”
Veckans Affärer, 24/4 1991, ”Korsägandet stänger alla ute”

Skriftväxling:
Frankfurter Wertpapierbörse
Westdeutsche Landesbank
Rabo Bank, Nederländerna
Tokyo Stock Exchange

Register

A-aktie 8, 13
adaption 55
ADP-aktier 82
Aktiebolagskommittén 43, 52
aktieemission 11
aktiekapital 53
Aktiengesellschaft 62
AMEX 105 ff
andra direktivet 45, 52 f
ask-i-ask-ägande 30 f
avgångsvederlag 42
avtalsfrihet 12, 23
B-aktie 8, 13
Bangemann, Martin 8, 33, 45 f, 50
Bangemann-förslaget 33 ff
Bayer AG 62
bearer shares 40, 56, 73, 92, 98, 102, 128
Benedetti, Carlo de 60, 97, 100, 104
Benningsen-Foerder, Dr 69
BMBA 78
bolagsform 14, 34
bolagsordning 41
bolagsrätt 37
bolagsrättsliga hinder 40 f
Booz Allen 36 f
budplikt 27, 41, 46, 51 f, 56, 128
bunden aktie 17
börsnotering 15, 37 f
börsregler 41
Capel, James 29
CBI 78
certifikat (nederländska) 89
Chirac-regeringen 81
CI 82
cirkelägande 31, 41
City Code 74 f
CNPF 85
Continental/Pirelli 63
common position 55
Coopers & Lybrand 30, 77 f, 84, 95
counter tender 42
crown jewel defence 42, 131
Delors, Jacques 35
Deutsche Bank 62 f, 67 f
DTI 77
EES-avtalet 55, 125
EG:s ministerråd se Ministerrådet
Ekonomi- och industriutskottet 53
Elsevier/Kluwer 92
erbjudandeplikt se budplikt
Europabolag se Societas Europea
exit 18 f
Federal Gazette 66
Feldmühle 63, 66 f
femte direktivet 43, 45 ff
fientliga uppköp 15
flip-in 130
flip-over 130
Folkpartiet liberalerna 11
fri aktie 17
förslagets retroaktivitet 14
försvarsåtgärder mot uppköp 52, 130 f
Gemeenschappelijk Bezit 91
gemensam spelplan 9, 36
Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) 62
Golden Parachute 131

golden share 72 f
Hagen, Torstein 93
hajpulver 49, 131
handel med egna aktier 40
hard core shares se noyaux durs
hembudsregler 49
innehavartyp se bearer shares
institutionella placerare 19
Investors Protector Committees 71
Jenkinskommittén 71
joint venture-avtal 76, 132
junk bond market 76, 107
Juridiska utskottet 53 f
kapitalanskaffning 16
kapitalstruktur 38
keiretsu 116
Kluwer 92 f
Konkurrencerådet 121
korsägande 41, 117
Lambsdorff, Graf 69
lash back 42
limited overseas 73
lock-up 132
löntagarfonder 22 f
löntagarinflytande 41, 50
maktpremie 13
management buy-out 76
Milken, Michael 111
Ministerrådet 56 f
minoritetsägare 49
Model Business Corporation Act 106
motbud 43
myndighetskontroll av förvärv 39
Nakashima, Shuzo 117
NASDAQ 105 ff
Navigation Mixte 84
Nedlloyd 93 f
New York Stock Exchange (NYSE) 59, 105 f
noyaux durs 81
OBSA 82
OTC 13
OTC-marknaden 22
pac man-effekt 42, 132
Panel, the 74 f
Paribas/Navigation Mixte 84
patto di sindacato 98, 101
Pirelli 67
poison pill 130 f
preferensaktie 12, 45, 47 f, 88, 115
prioritetsaktie 54, 88
prisskillnad på A- och B-aktie 17
proxy voting 40
reaktioner på EG-förslaget 12 ff
reciprocitet 17
Recruit-affären 114
regel 19c-4 109
retroaktivitet, hos förslaget 14
riskkapitalets kostnad 16
rösträttsbegränsning 31, 42, 64, 90
röstskillnad, i Sverige 21
röstvärdesdifferentiering 11
röstvärdeskommittén 20, 23 f
SA 82
Sapa 99
Savoy 72
SCA 83, 86
SEAS 120
SEC 109
shark repellent 49, 131
show stopper 132
Societas Europea 55
Société Générale 102
sparaktie 98
Stromannen 90, 93
Structuur-bolag 91
strukturella hinder 37 f, 95
styrelserepresentation för anställda 35
take over-direktivet 8, 35 f, 50 f
tekniska hinder 39 f, 95
trettonde direktivet 45, 50 f
UNICE 14, 78 f
uppflaggning 40, 42, 84, 92
Urban, Horst 67 f
utlänningsförbehållet 17
Vitboken 8, 35
voice 18 f
Wallenberg-sfären 29
Weiss, Ulrich 67 f
White Knight 68, 76, 92 f, 131
ägarstruktur 38
ägarutredningen 24 ff
övergångsperiod 14
överstyrelse 41, 65, 91
övertagandedirektivet se take over-direktivet

Företagsköp i det framtida Europa

Står vi inför en snabb förändring av maktförhållandena i viktiga delar av svenskt näringsliv? Frågan aktualiseras av EG-kommissionens förslag om regler vid företagsköp inom den gemensamma marknaden. I förslaget finns regler som skulle förbjuda det nuvarande svenska systemet med röststarka A-aktier och röstsvaga B-aktier.

EG-kommissionens ståndpunkt är att rösträttsskillnader är ett av många sätt som företagens ledningar och kontrollaktieägare använder sig av för att hindra ovälkomna företagsköp, så kallade fientliga övertaganden. Syftet med förslaget är att underlätta övertaganden och fusioner för att öka de europeiska företagens konkurrenskraft. I flera av EG:s medlemsstater har dock förslaget mött häftig kritik eftersom man där anser att skyddet mot uppköp av de egna företagen försvinner, medan andra medlemsstaters näringsliv skyddas genom en annorlunda ägar- eller kapitalstruktur.

EG-parlamentet sade ja till förslaget 1991, men EG:s beslutande organ Ministerrådet har ännu inte fattat det slutgiltiga avgörandet.

Företagsköp i det framtida Europa beskriver EG-kommissionens förslag, med tyngdpunkt på de delar som rör aktiers röstvärden. I boken ges också en bred beskrivning av de nuvarande förhållandena i flera av EG-länderna och i de nordiska grannländerna. *Företagsköp i det framtida Europa* riktar sig till alla som är intresserade av hur EG och dess lagstiftning kommer att påverka svenskt näringsliv.

***

Catarina Olrog är affärsjurist specialiserad på internationella handelsavtal, särskilt EG:s bolagsrätt. Hon är även doktorand vid företagsekonomiska institutionen, Stockholms universitet.

KG Rickhamre är ekonomijournalist vid TV2:s Rapport. Han har tidigare arbetat bland annat på Ekoredaktionen.

SNS FÖRLAG

ISBN 91-7150-437-0

9 789171 504371