

A- og B-aktier – En økonomisk synsvinkel

Jeppe Christiansen, Lønmodtagernes Dyrtidsfond

1. Indledning

Inden for de sidste år har det i stigende omfang været diskuteret, hvorvidt selskabers kapitalbehov bør dækkes ved udstedelse af B-aktier. Det har på den ene side været fremført, at den stemmemæssige forskelsbehandling af aktionærer medfører en inoptimal fordeling af kapitalen, idet indflydelse og risiko bør følges ad, hvis man skal sikre en rationel fordeling af kapitalen.

På den anden side har det været fremhævet, at det dels kan være af betydning at sikre en meget snæver og ansvarlig kreds af hovedaktionærer retten til at lede et selskab, og samtidig at det ud fra en markedsøkonomisk holdning kan hævdes, at alle, der køber B-aktier, er bekendt med den begrænsede stemmeret.

Industriministeren har bedt Gomard panelet vurdere, hvorvidt retten til at udstede B-aktier skal bevares i fremtiden. Notatet fra Gomard udvalget er netop offentliggjort, og jeg har med stor interesse læst notatet, herunder konstateret, at man i udvalget ikke har haft fagøkonomisk ekspertise repræsenteret.

Da debatten om retten til at udstede B-aktier ikke kun er af juridisk natur, men også – og måske først og fremmest – en samfundsøkonomisk problemstilling, vil jeg i det følgende skitsere de økonomiske overvejelser, som bør inddrages i den debat, der formentlig kun har taget sin begyndelse.

Uanset den danske debat vil problemstillingen blive behandlet i EF-regi i de kommende år. Som det ser ud i begyndelsen af 1991, vil EF's femte selskabsdirektiv give anledning til betydelige ændringer i den danske aktieselskabslov, idet der er lagt op til en begrænsning, således at højst halvdelen af et selskabs aktiekapital kan udgøres af stemmebegrænsede aktier.

I de næste afsnit skitseres argumenter, der kan tale for en begrænsning af eller et forbud mod brugen af B-aktier. Mange af argumenterne kan genfindes i den tidlige amerikanske debat, hvor man bl.a. allerede i 1930'erne forbød selskaber med B-aktier optagelse på New York stock exchange.

I artiklen er diskussionen efter en indledende præsentation af det danske aktiemarked opdelt i 3 grundlæggende problemstillinger, som kan behandles hver for sig:

- * For det første problemstillingen, der vedrører aktionærernes indflydelse på beslutningerne.
- * For det andet værdiproblemet. Er A- og B-aktier lige meget værd? Bliver B-aktionærerne »snydt« ved virksomhedsovertagelser?

* For det tredje: Er opdeling i A- og B-aktier foreneligt med ønsket om et effektivt børs-marked?

2. Facts om danske aktier

Det danske aktiemarked er – set i international sammenhæng – meget lille. Målt i forhold til BNP udgør værdien af samtlige børsnoterede selskaber ca. 1/3. Omsætningen står heller ikke mål med det, som kendes fra de større europæiske børser.

Der er ialt børsnoteret 284 selskaber, og langt størsteparten af disse har været børsnoteret i en meget lang årrække. På grund af at der udstedes flere aktieklasser, findes ialt 436 forskellige aktiekoder optaget på Fondsbørsen december 1990.

Hovedparten af de børsnoterede aktier har to aktieklasser, og i de fleste tilfælde er kun B-aktierne børsnoterede. For industri-, handels- og rederigruppen er der således 71 selskaber, hvor kun B-aktier er børsnoteret. Herefter findes 31 selskaber, hvor både A- og B-aktier er børsnoteret, og endelig 26 selskaber med kun én aktiekasse. Det betyder, at

under 1/5 af de børsnoterede selskaber i disse grupper har én aktiekasse.

Betegnelsen B-aktier er, som nævnt, ikke helt entydig. Der findes forskellige typer af B-aktier med forskelle i udbyttepræference. For langt den største del af børsnoterede B-aktier er der tale om, at de er identiske med A-aktier, på nær det ene forhold at A-aktierne har 10 gange så mange stemmer som B-aktierne.

For de finansielle virksomheder, eller rettere pengeinstitutterne, er det lovbestemt, at der kun må være én aktiekasse, hvorfor der ikke på dette område er nogen opdeling i A- og B-aktier. Til gengæld er det typiske billede, at danske pengeinstitutter har stemmeretsbegrænsninger og/eller ejerrets begrænsninger.

3. Indflydelse

Som nævnt gør det sig gældende i de fleste danske virksomheder, at A-aktionærerne med helt ned til 10 pct. af kapitalen i form af A-aktier reelt kontrollerer en hel virksomhed, herunder de 90 pct. af kapitalen, som B-aktionærerne har indskudt.

Tabel 1. Kursværdi og omsætning på europæiske børser. Mia. ECU.

	Kursværdi	Omsætning
København	22,7	4,3
Stockholm	84,2	15,9
Oslo	13,3	4,1
Amsterdam	87,5	25,9
Brüssel	49,7	9,1
Paris	188,3	58,5
London	601,0	304,9

Kilde: International Federation of Stock Exchange. 1989

Tabel 2. Indflydelsesforhold i danske børsnoterede selskaber.

Majoritetsaktionær type	Antal selskaber
Familie/iværksættere	39
Bank/Forsikring/Pensionskasse	6
Private fonde	30
Ingen (spredt ejerkreds)	12
Staten	3
Udland	6
Erhvervsvirksomheder	17

Børsnoterede virksomheder i industri, handel og rederi, september 1990.

Med andre ord er der ikke proportionalitet mellem kapitalrisiko og indflydelse. En lille del af kapitalen kan tage de fleste afgørende beslutninger i en virksomhed.

Dog må man pege på det forhold, at aktieselskabslovens krav om, at kapitaludvidelser skal vedtages af $\frac{2}{3}$ af den samlede kapital, indebærer, at B-aktionærerne har en slags »vetoret«, eller normal stemmeret i relation til kapitaludvidelser.

Det forhold, at der ikke er klar sammenhæng mellem kapitalrisiko og indflydelse, er uheldigt. Konsekvensen af denne skævhed er, at den samlede kapital i samfundet ikke altid bliver allokeret eller fordelt efficient. Der er eksempler på, at ejeren af en lille A-aktiekapital, der har kontrol over et selskab, pådrager virksomheden en uforholdsmæssig stor risiko, fordi størsteparten af risikoen i realiteten bliver båret af B-aktionærerne, der ikke har indflydelse på beslutningen.

B-aktionærerne har i en situation, hvor dette sker, kun en negativ indflydelse i den forstand, at de kan forhindre fremtidige kapitaludvidelser og ekspansion ved at blokere

kapitaludvidelser. Dette er vigtigt og nyttigt, men det er ikke tilstrækkeligt til at sikre en effektiv allokering af kapitalen.

Hertil kommer, at A-B aktiekonstruktioner meget ofte fører med sig, at der er sammenfald mellem A-aktionæren og ledelsen i selskabet. Dette medfører, at det ofte er meget svært, undertiden helt umuligt, at overtage et sådant selskab, også selv om det er åbenlyst, at der er brug for en omstrukturering af selskabet og dets ledelse. En A-aktionær, der gennem 50 år har set det som sit formål at bevare et selskab, vil ikke altid være bedst egnet til at tilpasse selskabet til de ændrede ydre vilkår. Dette er problemløst, når A-aktionæren ejer hele selskabet 100 pct., men såfremt der er udstedt 90 pct. B-aktier, er det samfundsøkonomisk uheldigt, hvis ikke der er konkurrence om ledelsesretten til selskabet. Den, som er bedst til at drive selskabet, bør have muligheden herfor, hvis man i øvrigt ønsker, at markedsøkonomien skal virke.

De to amerikanske økonomer S. Grossmann og Oliver Hart har i en artikel fra 1987 vist, at »one share one vote« er den eneste model, hvor virksomhederne med stor sandsynlig-

hed får udskiftet ledelsen, såfremt den ikke er kvalificeret. De viser i artiklen, at man i en situation, hvor den siddende ledelse ejer A-aktier, mens B-aktierne er spredt i markedet, kan risikere, at en potentiel ny ejer, som eksempelvis er langt dygtigere og kan sikre højere udbyttebetalinger, i mange situationer ikke vil kunne overtage ledelsen, netop fordi de eksisterende A-aktionærer har en særlig fordel af at fastholde kontrollen i selskabet. Selv om kontrolværdien for den siddende ledelse er væsentligt mindre end det udbytte-tab, de pådrager samtlige aktionærer, vil de forblive i ledelsen. Med andre ord blokerer en A/B-aktiekonstruktion for, at nye og mere talentfulde ejere får mulighed for at overtage virksomhederne, selv om de er i stand til at generere væsentligt højere udbytter. Milton Harris og Arthur Raviv når til næsten samme resultat i deres artikel fra 1988.

Strukturtilpasninger og fusioner m.v. er sværere i situationer, hvor der findes 2 aktieklasser, og hvor A-aktierne eksempelvis er placeret i en fond med deraf følgende restriktive fundatsbestemmelser. Dette gælder bl.a. i den danske entreprenørbranche, hvor man ikke har kunnet enes om i fællesskab at tilpasse strukturen til det faldende marked. De relativt få selskaber i Danmark med én aktieklasse har kunnet operere frit og gennemføre fusioner samt større opkøb uden problemer. Som eksempler kan nævnes fusionerne i de 2 hovedbanker samt Danisco, Det Danske Trælastkompagni, Villadsens Fabrikker og NKT, der alle har gennemført meget store virksomhedstilpasninger i de senere år relativt problemfrit. Disse tilpasninger hænger selvfølgelig ikke alene sammen med, at selskaberne har én aktieklasse, men skal formentlig først og fremmest ses som resultat af forretningsmæssige overvejelser.

I denne sammenhæng skal det retfærdigvis nævnes, at fusionen Novo Nordisk fandt sted på trods af fondseje begge steder, og

endvidere at selskaber som FLS, ISS og Lauritzen har skaffet B-aktiekapital via Fondsbørsen til at finansiere en relativ ekspansiv strategi.

I tabel 3 er en oversigt over de større børsnoterede selskaber, som inden for de seneste år har gennemført større tilpasninger i form af fusioner m.v. Det fremgår af tabellen, at ud af de 12 selskaber, som omtales, har $\frac{2}{3}$ kun én aktieklasse. Set i forhold til, at kun ét ud af 5 selskaber på Fondsbørsen har én aktieklasse, er det interessant og et tegn på, at netop selskaberne med én aktieklasse mere aktivt kan tilpasse struktur herunder ekspandere.

Der er selvfølgelig ikke kun fordele forbundet med, at selskaber har én aktieklasse. I debatten nævnes ofte to væsentlige argumenter for at bevare A- og B-aktieklasserne.

For det første er det fremhævet, at A-aktionærer kan sikre, at selskabet handler mere langsigtet, og for det andet at A-B konstruktioner kan sikre mod uvenlige overtagelser og overtagelser fra udenlandske koncerner.

Det første synspunkt underbygges af, at amerikanske erfaringer peger på, at mange af de store børsnoterede koncerner med én aktieklasse tvinges til at præstere et godt resultat hvert kvartal for at tilfredsstille deres aktionærer. Dermed mindskes muligheden ifølge denne tankegang for at gennemføre langsigtede investeringer.

Formentlig er det dog svært at konkludere, at det forhold, at der er én aktieklasse, i sig selv er afgørende for selskabets tidshorisont, når det gælder strategiske beslutninger.

Langsigtet adfærd i en virksomhed hænger sandsynligvis også sammen med, at man har en rimelig fasttømret aktiemajoritet, som ønsker, at der bliver gennemført en langsig-

Tabel 3. Børsnoterede selskaber som har fusioneret eller foretaget større tilpasninger.

Selskab	Begivenhed	Antal aktieklasser
Danske Bank	Fusion	1
UNI-Danmark	Fusion	1
Trælaskompagniet	Opkøb af Beijer	1
ISS	Opkøb af Electrolux division	2
Danisco	Fusion	1
Micro Matic	Opkøb af Nassau Door	2
Junckers	Nyopført fabrik	1
NKT	Opkøb af LK-Nes	1
Novo Nordisk	Fusion	2
FLS	Opkøb af Fueller	2
Villadsen	Opkøb af Siplast	1
ØK	Kapitalstyrkelse	1

tet politik, og dernæst at der et kapitalgrundlag, som muliggør, at virksomheden handler langsigtet. Sandsynligheden herfor er ikke alene afhængig af, om man har A- eller B-aktier, men først og fremmest afhængig af, om de investorer, som ejer de pågældende aktier, har en »lang« tidshorisont. I den danske situation, hvor ca. 35 pct. af aktiekapitalen ejes af forsikringsselskaber og pensionskasser der netop er karakteriseret ved en »lang« tidshorisont, vil man – så længe dette gør sig gældende – se en påvirkning i retning af langsigtet adfærd herfra. Selskabernes adfærd hænger sammen med de præferencer, som de største aktionærer har, og der er næppe belæg for at påstå, at NKT, Danisco og Trælaskompagniet med én aktieklasser handler mindre langsigtet end f.eks. F.L. Smidth og ISS hvor der er 2 aktieklasser.

Med hensyn til sandsynligheden for fjendtlige overtagelser, må det understreges, at risikoen for en virksomhedsovertagelse i et vist omfang bør være til stede. Ligesom det gælder for medarbejderne i en virksomhed, at der skal være et vist konkurrencepres, skal dette princip gælde for den øverste ledelse og ejerkreds i en virksomhed. Det er samfundsøkonomisk uheldigt, hvis en dårlig ledelse eller ejerkreds ikke kan udskiftes, fordi den alene er bakked op af en A-aktionærkreds, der repræsenterer 10 pct. af virksomhedens kapital.

Endelig er det vigtigt at fremhæve, at A-B konstruktionen ikke giver sikkerhed imod de såkaldt uvenlige virksomhedsovertagelser. Snarere tværtimod – det giver A-aktionæren en eneret til at bestemme, om der skal ske en

virksomhedsoverdragelse, og i øvrigt til at definere, hvad der er uvenligt. Hvis der er én aktieklasse – kan alle aktionærer afgøre, om de ønsker at overdrage deres aktier og dermed sikre en ny majoritetsaktionær. Hvor der er A- og B-aktier, kan A-aktionæren alene bestemme, om der skal ske et virksomhedssalg. I princippet kan dette ske uden hensyntagen til B-aktionærer, medarbejdere, samfundshensyn o.s.v., hvorfor en venlig overtagelse sagtens kan være uvenlig over for flere af selskabets interessegrupper.

Endvidere skal nævnes, at der i Danmark er der sket mange virksomhedssalg, selv om vi tillader A- og B-aktier i selskaberne. Interessant er, at flere forsøg på såkaldt fjendtlige overtagelser *er sket i selskaber med både A- og B-aktier*, hvorfor man kan slutte, at A-B aktiekonstruktionen ikke altid er nogen beskyttelse.

Den eneste måde, man kan sikre sig mod uhensigtsmæssige virksomhedsovertagelser, er ved, at virksomhederne drives lønsomt og informerer investorerne om alt relevant, således at børskursen er, hvor den skal være. I så fald kan det ikke betale sig at overtage en virksomhed.

De her nævnte problemer gælder A- og B-aktier, men i realiteten også for stemmelofter. Et stemmeretsloft vil på samme måde fjerne sammenhængen mellem kapitalrisiko og

indflydelse. På den anden side er det mindre skadeligt, hvis stemmeretsgrænsen eksempelvis er på 5-10 pct. I så fald kan alle aktionærer i fællesskab få indflydelse.

4. Værdiproblemet

Det andet problem ved A- og B-aktier er, at der er en særlig **usikkerhed** forbundet med værdiansættelsen af B-aktier. Dette gør sig især gældende i perioder med virksomhedsovertagelser, fusioner m.v.

De seneste 2 – 3 år har været domineret af virksomhedsovertagelser, hvor prisforskellen på A- og B-aktier har været overraskende stor i betragtning af, at A- og B-aktier repræsenterer ikke helt identiske betalingsstrømme.

Kursforskellene på A- og B-aktier har typisk ligget omkring de 100 pct., hvilket »tilfældigvis« er den øvre grænse, der er fastsat på Fondsbørsen. Reglen, der regulerer indløsningsstilbud, fastslår, at alle aktionærer skal have indløsningsstilbud på identiske vilkår, hvilket er blevet fortolket, som at der kan være en kursforskel på op til 100 pct. mellem A- og B-aktier, når A-aktierne ikke er børsnoteret. Selve begrundelsen for, at der skal gives indløsningsstilbud til alle aktionærer, er, at de små aktionærer må have ret til at kræve sig indløst, når der kommer en ny majoritetsaktionær – som evt. vil drive virksomheden helt anderledes.

Overtagelsesforsøg i selskaber med A- og B-aktier.

Selskab	År	A- og B-aktier
Sadolin og Holmblad	1983	ja
Fisker og Nielsen	1988	ja
Louis Poulsen	1989	ja
Chr. Hansen's Lab.	1989	ja

Tabel 4. Prisforskel på A- og B-aktier ved indløsningstilbud 1989-90.

Selskab*)	Offentliggørelsen	Overpris for A-aktier
Ikast Træ	2/ 2 1989	90,5%
Fisker & Nielsen	20/ 2 1989	55,6%
Friis Møbler	20/ 2 1989	0,0%
Nassau	3/ 4 1989	52,3%
Kosan	12/ 5 1989	0,0%
KVK	19/ 5 1989	100,0%
Delmec	14/ 7 1989	72,0%
Superbyg	5/ 9 1989	100,0%
Sindberg	16/10 1989	100,0%
Chr. Hansen	17/10 1989	64,0%
Rias	9/ 4 1990	98,3%
Bendix Tømmer	11/ 6 1990	50,0%

Egne tal og beregninger.

5. Værdien af B-aktier

Som udgangspunkt er værdien af en A- og en B-aktie på langt sigt den samme, såfremt udbytterettighederne er ens. Da der i næsten alle danske selskaber er ens udbytterettigheder for A- og B-aktier, er værdien i alle selskaber på langt sigt ens. I det følgende gives et eksempel herpå.

Eksempel:

Virksomhed Q grundlægges i 1950 ved indbetaling af 100 mill.kr. til kurs 100. Selskabet likvideres i 1980 til en kurs, svarende til 1250. Undervejs i de 30 år har udbyttet været 10 pct. p.a. for alle A- og B-aktier, der i øvrigt er tegnet og likvideret til samme kurs. Uanset at A- og B-aktier i løbet af de 30 år er blevet handlet til forskellige kurser i forbindelse

med ændringer i virksomhedens ejerkreds, vil forrentningen på langt sigt i gennemsnit for en A-aktie være den samme som forrentningen for en B-aktie.

På den baggrund kan det vel være rimeligt at kræve ensartet kursfastsættelse og indløsningstilbud for A- og B-aktier ved virksomhedsovertagelser eller ændringer i ejerkredsen.

Hvis en virksomhed bliver overtaget, kan det være begrundet i, at indtjeningen kan forøges ved:

- * at der indsættes en bedre ledelse.
- * at virksomheden rationaliseres.

- * at man eksempelvis samkører virksomhedens salg med en anden virksomheds salg og derved tjener en gevinst ved at monopolisere markedet.
- * at virksomheden drives mere eller mindre sammen med en anden virksomhed.

I alle disse tilfælde vil det enten være således, at selskabet får en større værdi, der selvfølgelig vil og ifølge loven skal¹ tilfalde både A- og B-aktionærerne. Eller også vil det være sådan, at det kun kommer A-aktionærerne til gode – men det vil næsten altid skyldes, at den virksomhed, som køber foretager sig noget ulovligt, enten ved at skabe monopol på virksomhedens varer, eller ved at sammenkøre virksomheden med en anden virksomhed på en måde, hvorpå der overføres en del af resultatet til den anden virksomhed.

Med andre ord – hvis ikke køber ved indløsningsstilbud vil give samme pris for A- og B-aktier skyldes det:

- * at køber foretager sig noget ulovligt: overfører resultatet til en anden virksomhed eller skaffer sig monopol
- * at køber har en begrænset kapital og derfor kun har råd til at købe A-aktierne.
- * at køber har et ønske om at lede virksomheden, uanset at det ikke giver nogen økonomisk gevinst.

Ved en virksomhedsovertagelse og det efterfølgende indløsningsstilbud til alle aktionærer kan en køber, som har begrænset kapital, udarbejde et prospekt, som redegør for det fordelagtige ved, at pågældende køber overtager virksomheden. Herefter vil aktionærerne – hvis overtagelsen er økonomisk fornuftig og perspektivrig – beholde deres aktier, og derved bliver køberens virksomhedsovertagelse ikke særlig kapitalkrævende.

Med andre ord er problemet for købere med begrænsede kapitalressourcer derfor ikke reelt til stede i et effektivt kapitalmarked. Det bliver kun et problem, hvis de ikke kan dokumentere, at de er bedre til at drive den pågældende virksomhed.

Hvis der via lovkrav blev krævet ens priser for A- og B-aktier ved virksomhedsovertagelser, ville det sikre B-aktionærernes legitime økonomiske krav, og det ville være samfundsøkonomisk fordelagtigt, fordi virksomhederne i større udstrækning ville blive overtaget af de, der var bedst egnede til at drive dem.

Den mest simple måde vedrørende problemet hvorpå B-aktionærernes situation ved en virksomhedsovertagelse kan løses, er ved at ingen aktier må have begrænset stemmeret.

Hensyn til *forbrugerbeskyttelse* bør have en vis vægt. Dette taler for, at simplificere strukturen, således at investorerne har en rimelig viden om, hvad de køber. De færreste almindelige mennesker vil kunne overskue, hvilken risiko det indebærer, når de køber en B-aktie, som ikke giver mulighed for indflydelse, og som ved en virksomhedsovertagelse kan blive udsat for et indløsningsstilbud under børskursen og fra en opkøber, som eventuelt bagefter tømmer selskabet for værdier. Behørig hensyntagen til forbrugerbeskyttelse taler for, at man enten kun har én aktieklasser, eller at kontrollen med og informationspligten for virksomheder med A- og B-aktier skærpes kraftigt.

6. B-aktier og en effektiv børs

Der er en grundlæggende uoverensstemmelse mellem ønsket om at få et effektivt, gennemsigtigt børsmarked og ønsket om at bevare mange aktieklasser med forskellig stemmeret.

Prisdannelsen på B-aktier vil altid være præget af en ekstra usikkerhed på grund af overtagelsesrisikoen. Så længe der ikke findes en regel, som fastslår, at A- og B-aktier skal tilbydes ens kurs ved virksomhedsovertagelser, vil der forekomme spekulation i sandsynligheden for virksomhedsovertagelser og den eventuelle værdi, B-aktier har i denne sammenhæng. Som reglerne er i dag, kan B-aktionærer få alt mellem A-aktiekursen og det halve af A-aktiekursen. Dette giver en kursusikkerhed for både A-aktier og B-aktier. Havde man én aktieklasser, ville denne usikkerhed ikke være til stede.

Hertil kommer, at et effektivt marked forudsætter, at der handles standardiserede produkter af ensartet kvalitet. Hvis den danske Fondsbørs i fremtiden fortsat skal domineres af relativt små danske selskaber oven i købet med flere aktieklasser, vil det give anledning til uigennemskuelighed og mangel på likviditet. Det er erfaringen fra andre markeder, og en del af problemstillingen kendes fra den danske obligationsbørs, der præges af alt for mange serier.

Endvidere vil volatiliteten, eller rettere kursudsvingene på B-aktier, være større end kursudsvingene på aktier i selskaber med kun én aktieklasser.

Dette betyder isoleret set, at likviditeten i aktiemarkedet i princippet bliver mindre for A- og B-aktierne i et selskab, end den bliver, hvis der kun er én aktieklasser.

Endelig vil prisfastsættelsen på B-aktier i et effektivt marked indebære, at de bliver relativt billige. Med andre ord har en virksomhed egentlig ingen økonomisk fordel i at udstede B-aktier, fordi de vil blive solgt billigere end A-aktierne. Investorerne bliver derfor heller ikke nødvendigvis snydt ved at købe B-aktier, såfremt de købes væsentligt billigere, end ellers. Det økonomiske værdiproblem,

som er omtalt i denne artikel, skabes af selve usikkerheden omkring kursfastsættelsen på B-aktier, og af den omgåelse af Aktieselskabsloven som kan ske ved virksomhedsovertagelser.

7. Kan man undvære B-aktier?

Fra flere sider er det blevet hævdet, at B-aktier meget dårligt kan undværes, fordi B-aktier i den udstrækning, investorer ønsker at købe dem, netop dækker et forbrugerbehov. Hvorfor må en virksomhed ikke sælge B-aktier til en investor, som meget gerne vil købe dem? Det kan umiddelbart virke urimeligt, om man skulle forhindre noget sådant. Men på den anden side skal det kraftigt understreges, at selv i en situation hvor man i loven kun tillader A-aktier, kan to parter – en virksomhed og en investor – aftale en aktionær-overenskomst, som indebærer, at virksomheden og dens oprindelige ejer bevarer hele magten, og den ny investor køber nogle aktier, som giver udbytte, men ingen indflydelse. Med andre ord kan der konstrueres aktionær-overenskomster, som løser lige præcis dette problem, og som indebærer, at et lovkrav om A-aktier ikke vil hindre to parter i at lave en aftale, som reelt svarer til en B-aktie.

8. Konklusion

Som omtalt i det foregående, kan der peges på en lang række forhold, som underbygger påstanden om, at A-B aktiekonstruktioner er samfundsøkonomisk u hensigtsmæssige. Kort resumeret er hovedproblemerne ved B-aktier:

- * Kapitalrisiko og indflydelse følges ikke ad, og dermed risikerer samfundet en inoptimal fordeling af kapitalen.
- * Sandsynligheden for, at en dårlig ledelse kan bevare magten i et selskab, er større.

- * Strukturtilpasninger kan besværliggøres af A- og B-aktieklasser.
- * Virksomhedsovertagelser kan være vanskelige at gennemføre, specielt i relation til de forskellige interesser hos A- og B-aktionærer.
- * Profitmotivet kan blive afsvækket i selskaber, hvor en lille del af kapitalen kan bestemme alt.
- * Kursforskelle mellem A- og B-aktier kan være udtryk for, at en ny køber vil agere ulovligt i selskabet.
- * Prisdannelsen på aktier bliver uigennemsigtig, når der er både A- og B-aktier. Volatiliteten bliver større, og likviditeten mindre, i et aktiemarked med mange indviklede produkter.

De her nævnte problemer har man givetvis været opmærksomme på i andre lande. Formentlig er det årsagen til, at man i de fleste EF-lande og USA netop har valgt at begrænse brugen af B-aktier meget konsekvent. Det er også hensyn som disse, som ligger bag EF's selskabsdirektiv, som snart ventes gennemført.

Note

1. Aktieselskabslovens § 17 »alle aktier har lige ret«.

Litteratur

- Jens Guldborg, Dorte Høg, Dorte Lassen: *Børsnoterede selskabers mulighed for at gennemføre en fjendtlig overtagelse*. FSRs Forlag 1990.
- Erik Werlauff: *Responsum om A- og B-aktier*. Udarbejdet for C. Jespersen 1991.

- Den Danske Finansanalytikerforening: *Rapport om minoritetsaktionærers retsstilling*. 1989.
- Bernhard Gomard, Morten Iversen, Eskil Trolle: *Notat om stemmeretsbegrænsninger i aktieselskaber*.
- Henrik Lando: *Bør B-aktier forbydes?* Stencileret notat, Københavns Universitet, Økonomisk Institut. 1991.
- Clas Bergström, Kristian Rydqvist: *SE Bankens Kvartalsskrift nr. 1/1988: Varför äger kontrollaktieägare B-aktier?*
- S. Grossman, Oliver Hart: One share/one vote and the market for corporate control. *Working paper*, Massachusetts Institute of Technology. 1987.
- Milton Harris, Arthur Raviv: Voting Rights and Majority Rules. *Fra Journal of Financial Economics*, 1988.
- Konkurrencerådet: *Fusioner og virksomhedsovertagelser* 1989. Udgivet af konkurrencerådet
- Bruce Allen: Acquisition services: Study on Upstackles to Takeover Bids in the European Communittee 1989.
- Arthur Stonehill, Kaare Dullum: Corporate Wealth Maximation Takeovers and the Market for Corporate Control. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 1990, nr. 1.
- Erik Werlauff: *Europæisk selskabsret*. Jurist- og Økonomforbundets Forlag 1989.
- Bent Græsvænge, Viggo Larsen, Niels Thomsen: *Aktieselskabsloven med kommentarer*. GAD's forlag.
- Frank Easterbrook, Daniel Fischel: Voting in Corporate Law. *The Journal of Law and Economics* 1983.
- Franklin Allen: The Changing Nature of Debt and Equity: A Financial Perspective. Stencileret notat, The Warton School 1989.
- S. Grossmann, Oliver Hart: Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell-Journal of Economics* 1989.
- Johan Schlüter: *Revision og Regnskabsvæsen* nr 1, 1990: A- og B-aktier.
- Erik Werlauff: *Revision og Regnskabsvæsen* nr 9, 1990: Flere aktieklasser.