

SVENSKA PREFERENSAKTIER

– ETT EGET KAPITAL- ELLER SKULDINSTRUMENT? –

ABSTRACT

On Nasdaq OMX Nordic Stockholm there has been a large increase in issues of preferred stocks since the financial crisis 2008. Aiming to explain whether preferred stocks have most of their characteristics relating to debt or equity, we answer four sub questions. Do all preferred stocks share the same features, or do they differ from each other? Our population is similar in characteristics, except for the preferred stock of Swedbank which is convertible and deviates when it comes to participation in dividends – instead of convertible the others are limited and redeemable. Further, the second sub question treats preferred stock in relation to the common stock quantitatively, in market data. In our population the preferred stock has both lower beta and volatility, with a stable development when it comes to the share price. Regarding the owners of preferred stock on one hand and common stock owners on the other hand we see that the categories of investors are different, in our third sub question. We observe a relative overrepresentation of the owner categories foundation, pension and other on the preferred stock, and an underrepresentation of family, foreign and mutual fund. In most cases the concentration of ownership is lower for the preferred stock. The decline in the owner category family may be a plausible explanation to this, as stated in sub question four. These differences are driven by the voting rights and the risk preferences of the owners. We conclude that preferred stocks are less risky than the corresponding common stocks and therefore attract risk averse investors, implying preferred stocks are in between pure equity and pure debt. However they are accounted for as equity in line with IAS 32. IAS 32 states that financial debt is contractual obligations to transfer cash or other financial assets, and preferred stocks do not fully match this criterion.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

1. Introduktion.....	1
1.1 Inledning.....	1
1.2 Syfte och frågeställning.....	2
1.3 Studiens bidrag	3
1.4 Avgränsningar	3
1.5 Disposition	4
2. Teoretisk referensram och tidigare forskning.....	6
2.1 Tidigare forskning	6
2.1.1 Utländsk litteratur om preferensaktier	6
2.1.2 Svensk litteratur om preferensaktier	6
2.1.3 Litteratur om ägargrupper och ägarstrukturer.....	7
2.2 Teoretisk referensram.....	9
2.2.1 Egenskaper som kännetecknar eget kapital- respektive skuldinstrument.....	9
2.2.2 Preferensaktiers olika villkor och karaktär	10
2.2.3 Ägarkategorier och ägarklassificering	11
3. Metod.....	14
3.1 Urval av preferensaktier och motsvarande stamaktier	14
3.2 Preferensaktiers möjliga villkor	15
3.3 Kvantitativ studie av kursrörelser	15
3.4 Kartläggning och klassificering av ägarna.....	16
4. Resultat och analys.....	18
4.1 Kategorisering av preferensaktier	18
4.2 Kvantitativ analys av kursdata	21
4.3 En jämförelse av ägarna	24
5. Slutsats.....	28
5.1 Svar på delfrågorna.....	28
5.2 Svar på forskningsfrågan.....	29
6. Avslutning	30
6.1 Reliabilitet	30
6.2 Validitet	30
6.3 Generaliserbarhet.....	31

6.4 Förslag till kommande forskning	31
6.5 Framtiden för svenska preferensaktier	32
7. Källförteckning.....	33
7.1 Litteratur	33
7.2 Intern information	35
7.3 Internet	35
8. Appendix	36
8.1 Resultatdel hänförlig till avsnitt 4.3	36
8.2 Register över största stam- och preferensaktieägare per företag och datum	39

1. Introduktion

I denna del ger vi en överblick av företeelsen preferensaktier och det vi ämnar avhandla i vår studie.

1.1 Inledning

I USA används preferensaktier frekvent som ett kapitalanskaffningsmedel och mellan 1999 och 2005 emitterades preferensaktier för över 868 miljarder USD medan börsintroduktioner genererade 374 miljarder USD och nyemissioner 590 miljarder USD för samma tidsperiod (Kallberg et al. 2013). 1999 hade 20% av de på New York Stock Exchange handlade företagen preferensaktier (Howe & Lee 2006). Även under den senaste finanskrisen spelade preferensaktierna en betydande roll, exempelvis General Electric och Goldman Sachs emitterade preferensaktier 2008 (Kallberg et al. 2013). I Sverige använde sig Swedbank av preferensaktier för att klara sig ur sin prekära situation 2008.

På de etablerade reglerade nordiska marknadsplatserna har vi efter genomgång funnit att det totalt finns åtta emitterade aktier av slaget preferensaktie, vilket betyder att preferensaktier inte alls används i samma utsträckning här som i USA. Samtliga nordiska preferensaktier återfinns på Nasdaq OMX Nordic Stockholm ("Stockholmsbörsen"), varför vi begränsar vår undersökning till Sverige. Sex stycken är fastighetsbolag på Mid Cap (Balder, Corem, Fast Partner, Klövern, Sagax och Victoria Park). Därutöver har vi Eniro, också på Mid Cap, samt Ratos på Large Cap. Dessa åtta utgör således vår aktuella population, och det kommer vara möjligt för oss att studera dem alla. De har även korresponderande stamaktier på samma handelsplats, varför en sådan jämförelse kommer bli naturlig och förhållandevis enkel att utföra. Under arbetets gång, mer specifikt i mars, noterade även SAS en preferensaktie (återfinns tillsammans med stamaktien på Mid Cap). Vi har använt oss av denna vid jämförelsen av villkoren, men på grund av tidsaspekten och den begränsade tillgången till historisk data finns SAS inte med i de kvantitativa analyserna.

Vad som också är intressant är att preferensaktier som finansiellt instrument i Sverige har gått in i något av en renässans. De har förekommit under 1900-talet (se exempelvis Göransson & Svensson 1983), men försvann sedan i princip helt i publika sammanhang för att nu på senare

är återvända. Av den anledningen är vårt ovannämnda sampel tillika population relativt färsk – det kommer således vara möjligt att gå tillbaka i tiden till respektive besluts- och introduktionsdatum. Utifrån dessa kan vi bland annat jämföra den relativa utvecklingen mot i huvudsak motsvarande stamaktie.

Då vi får möjlighet att detaljstudera dessa åtta bolag kommer vi först att studera och presentera respektive preferensakties villkor för att hitta likheter och skillnader i dess juridiska form. När vi dessutom kommer att kunna komplettera detta med kunskap om risk (volatilitet och beta) och handelsvolym för varje preferensaktie och stamaktie kan vi dra slutsatser om det finansiella instrumentet som sådant.

Nästa steg i vår process är att identifiera vilken typ av investerare som använder sig av preferensaktier. För att kartlägga ägarna kommer vi att använda oss av en databas. Det blir då intressant att se om någon speciell sort av ägare är överrepresenterad i statistiken. Här finns det också tidigare forskning om hur olika ägargrupper förhåller sig till exempelvis “Voice”, preferensaktier tenderar att ha en låg rösträtt, och “Exit”, långsiktighet – säkrare kassaflöden och mindre variation, men tänkbar likviditetsrisk. I litteraturen kommer vi också söka vad som kännetecknar dessa investerares karaktär i flera avseenden, såsom riskbenägenhet.

Vår uppsats har inte som avsikt att besvara ett specifikt ja-eller-nej test, utan har snarare en desto bredare ansats, genom att ämna lägga grunden och potentiellt skapa infallsvinklar för framtida hypoteser och forskningsfrågor. Preferensaktier är som framgått något av ett idag tämligen nytt och outvecklat område, i Sverige. Tillgången på preferensaktier är följaktligen, som tidigare poängterat, inte alltför omfattande, men i och med att fenomenet växer kommer det så småningom bli lättare med kvantitativa kontroller. Vi ser med andra ord en tydlig plats där vi kan lämna ett viktigt bidrag.

1.2 Syfte och frågeställning

Den övergripande frågan vi ställer oss är ifall svenska preferensaktier har övervägande egenskaper i likhet med eget kapital- eller skuldinstrument.

Delfrågorna som vi kommer att använda för att besvara den frågeställningen är följande:

- i. Vilka likheter respektive skillnader finns i form av villkor för preferensaktier?
- ii. Hur skiljer sig/skiljer sig inte preferensaktier gentemot sina motsvarande stamaktier kvantitativt, i kursutveckling och likviditet?
- iii. Vilka ägargrupper har preferensaktier, jämfört med motsvarande stamaktie?
- iv. Vad finns det för anledningar till att ägarbilden ser ut som den gör?

1.3 Studiens bidrag

I ett nyskrivet examensarbete som är det första i Sverige som i modern tid behandlar preferensaktier utifrån en ren ekonomisk kontext finns i avsnittet framtida forskning följande skrivet: "Ett annat område som är intressant att studera är vilka investerare som väljer att diversifiera sin portfölj med preferensaktier. Framförallt anser vi att det vore mest intressant att vidare undersöka vilka svenska investerare som investerar i preferensaktier eftersom det finns lite forskning om de svenska preferensaktierna. Men även en jämförelse mellan utländska och svenska investerare vore intressant." (Yuksel & Persson 2014). Det finns ingen nutida forskning om preferensaktiers ägarstrukturer, och någon utförlig deskriptiv jämförelse mellan preferensaktier och dess motsvarande stamaktier är inte tidigare publicerad. Inte heller existerar någon faktisk juridisk kategorisering av nuvarande preferensaktier. Då ämnet till en hög grad är outforskat i tidigare litteratur finner vi att vårt bidrag är betydande och kan ligga till grund för kommande forskning i ämnet.

1.4 Avgränsningar

Som framgick under inledningen består vår population – de svenska, tillika nordiska, preferensaktierna – av åtta preferensaktier från Nasdaq OMX Nordic Stockholm ("Stockholmsbörsen"). Vi väljer att basera vårt urval utifrån de största, högst ansedda (i termer av omsättning och regelverk) marknadsplatserna inom Norden. Detta innebär att fokus ligger på de primära börserna i respektive land – i Sveriges fall aktier noterade på Large, Mid eller Small Cap. Således har ett fåtal preferensaktier från mindre handelsplatser uteslutits. Genom databaser görs en utblick över kategorin preferensaktier, och efter en manuell granskning blir utfallet att det till antalet inte så omfattande aktieslaget under 2000-talet inte existerat före 2006, då

Sagax genomförde en emission. Dessutom finns det alltså inga preferensaktier från resten av Norden, utan enbart på den svenska marknaden.

Under vår undersökta tidshorisont har därtill Swedbank haft en preferensaktie, noterad på Large Cap mellan december 2008 och mars 2013, då den konverterades. Vi har inkluderat denna i den mer kvalitativa analysen, där villkoren och dess juridiska implikationer studerats. I de kvantitativa analyserna har den emellertid exkluderats med motivet att den kan agera störande. Det blir svårare att göra en rättvis jämförelse, och dess data kan innehålla skevheter i form av psykologiska beteenden – vetenskapen om att aktien snart kommer upphöra kan påverka handelsmönstret – som vi inte kan justera för på ett korrekt, tillförlitligt och tillfredsställande sätt.

Likadant har vi behandlat SAS, vars preferensaktie började handlas så sent som i mars 2014. Här berodde beslutet dock på otillräckligt underlag för att kunna se några signifikanta trender beträffande aktiekursen.

Vid början av detta examensarbete och uppkomsten av undersökningsidén var planen att även komparera åt det andra hållet – utifrån företagsobligationer eller andra liknande, matchande ränteprodukter. Det fanns tyvärr inte ett lämpligt utbud för att konkretisera ett sådant förslag.

1.5 Disposition

Efter introduktionen där arbetets frågeställningar, bidrag och avgränsningar avhandlas ger vi en bild av tidigare forskning på området preferensaktier. Uppdelning kommer att ske mellan utländsk akademisk litteratur (böcker och artiklar publicerade i internationella tidsskrifter) och svensk akademisk litteratur (inklusive tidigare examensarbeten). Vidare kommer vi att beskriva litteratur som rör ägarklassificering och preferenser hos olika ägare. Intentionen med den teoretiska referensramen är sedan att med avstamp i den juridiska möjligheten att förena preferensaktier med olika villkor, beskriva dessa villkor och deras implikationer på preferensaktien som finansiellt instrument. Vi kommer dessutom att gå igenom hur respektive bolag har valt att klassificera preferensaktierna i sin årsredovisning. I den teoretiska referensramen specificeras också de grunder vi baserat vår ägarklassificering på.

Vi beskriver och motiverar i metodavsnittet den metod som vi använt oss av. Vi börjar med att beskriva hur vi har gått tillväga när vi kartlagt möjliga villkor för preferensaktier. Därefter redogör vi för de avväganden vi ställts inför när vi gjort den kvantitativa analysen av preferensaktierna med motsvarande stamaktier samt ägarklassificeringen och dess förfarande med tillhörande utmaningar.

Därefter kommer vi att deskriptivt klassificera preferensaktierna med utgångspunkt i respektive företags bolagsordningar. Härtill följer en numerisk översikt över populationen samt en jämförelse mellan stamaktiens och preferensaktiens kursutveckling. Kvantitativt undersöks också riskmått och faktiska handelsvolymen.

När vi lagt grunden och diskuterat vad som kännetecknar en preferensaktie har vi för avsikt att jämföra hur ägarstrukturen ser ut för respektive bolags preferensaktie kontra stamaktie. Som ett led i denna jämförelse kommer vi att klassificera ägarna i olika grupper, baserat på den ovannämnda litteraturgenomgången i den teoretiska referensramen.

Vår analys går ut på att föra samman data om preferensaktiens relativa kursutveckling och risk med ägarstrukturen. Detta görs med utgångspunkt i respektive ägargrupps gemensamma kännetecken som vi finner via litteratur inom ägarstrukturer och ägarklassificering. Målsättningen är att jämföra om litteraturen kan förutspå ägarstrukturerna för preferensaktier eller om de slår fel.

2. Teoretisk referensram och tidigare forskning

Avsnittet inleds med en genomgång av tidigare publicerad forskning för att därefter diskutera övrig teori som är viktig för arbetets genomförande.

2.1 Tidigare forskning

2.1.1 Utländsk litteratur om preferensaktier

Den befintliga litteraturen på området preferensaktier är främst inriktad på att dels jämföra vad som händer med kursen på stamaktien när preferensaktieemissionen offentliggörs, dels om marknadens reaktion beror på vilken bransch företagen befinner sig i, och dels skälen till preferensaktieemissionen.

Tidig forskning visade att både villkoren för en preferensaktie som emitterades och marknadens reaktion med anledning av detta är drivet av vilken bransch företaget är verksam inom (Pinegar & Scott 1988). Senare forskning har visat att marknaden generellt reagerar negativt på en preferensaktieemission (Kallberg et al. 2013) och att motiven bakom emissionen spelar roll för graden av reaktion på marknaden (Abhyankar & Dunning 1999, Irvine & Rosenfeld 2000). Vilka motiv som finns för att ge ut preferensaktier undersöks också (Callahan et al. 2001). Howe och Lee (2006) undersökte hur preferensaktierna utvecklades. De fann en underprestation det första året men därefter ingen avvikelse. Detta ska ställas i relation till en vanlig emission som även på tre till fem års sikt underpresterar.

2.1.2 Svensk litteratur om preferensaktier

I en svensk kontext finner Yuksel och Persson (2014) under 2000-talet att kursen för stamaktier vid offentliggörandet av preferensaktieemissioner har en genomsnittlig negativ reaktion med 1,25%. Nästkommande dag återfinns emellertid positiva signifikanta avvikelseavkastningar vilket enligt författarna indikerar att marknaden är ineffektiv. De drar därigenom slutsatsen att bolagens börsvärde påverkas positivt efter offentliggörandet. Vidare finns flertalet uppsatser på såväl kandidat- och masternivå inom fastighetsfinansiering, från KTH, och ett

examensarbete från den juridiska institutionen vid Lunds universitet som behandlar preferensaktiernas konvertering ur ett juridiskt perspektiv.

2.1.3 Litteratur om ägargrupper och ägarstrukturer

Avstamp tas i Berle och Means (1932), där författarna undersöker ägarförändringar på den amerikanska marknaden. De kommer fram till att de direkta aktieägarna lämnat över kontrollen till företagets ledning och att detta inte är av godo, bland annat med hänvisning till att ledningens motiv skiljer sig från ägarnas.

Hirschman (1970) undersöker hur en nedgång i ett företags prestationsförmåga förmedlas till ledningen. Främst tar detta sikte på dels hur kunder delger detta för ledningen och dels hur medlemmar i organisationer delger detta för ledningen. Samma begreppsapparat har dock använts för att beskriva ägarroller. I kontexten ägarroller kan förmedlingen av information ske genom att ägarna använder sig av sin rösträtt, ”Voice”, för att på bolagsstämman delge detta till ledningen exempelvis genom att inte ge ledningen fortsatt förtroende. Ett annat alternativ är ”Exit”, det vill säga då stora grupper av ägare lämnar bolaget när ekonomiska framgångar uteblir. Detta ger både en förändrad ägarbild och en reducerad aktiekurs – uppgång i utbud och nedgång i efterfrågan. Hirschman menar att lojalitet är en faktor som kan driva på ägarnas intresse av att utöva sin ”Voice” och även förskjuter en ”Exit”.

Vidare har Nachemson-Ekwall, forskare i bolagsstyrning på Handelshögskolan i Stockholm, skrivit två artiklar om den svenska ägarmarknaden. I artikeln Förhållanden på den svenska ägarmarknaden de senaste 60 åren [1948-2008] från augusti 2008 beskrivs den historiska utvecklingen och trender inom ägandet, särskilt på Stockholmsbörsen. Här framgår bland annat att Sverige går mot en öppnare och mer internationell marknad där utländskt kapital utgjorde hela 82% 2007. Samtidigt har privatpersoner och familjer tappat mark på börsen. Privatpersoner ägde uppemot 70% av börsen för 60 år sedan, medan deras innehav idag (läs för några år sedan) enbart uppgår till någon enstaka procentenhet. Detta skifte har till stora delar ägt rum under senare år, vilket följande citat tydliggör: ”På 2000-talet har aktiva familjer i många bolag ersatts av aktiva institutionella ägare, även internationella sådana”. Därutöver nämns i artikeln att aktiefonder och försäkringsbolag är två ägarkategorier som inte agerar långsiktigt.

I den något nyare artikeln Institutionella investerares förmåga att utöva ägarkontroll från 2012 går Nachemson-Ekwall igenom de institutionella ägarna, vars gemensamma nämnare är att de förvaltar andras pengar, på en aggregerad nivå såväl på en mer uppdelad nivå – pensionsbolag (statliga och icke statliga), försäkringsbolag, aktiefonder och stiftelser. Fokus är återigen på den svenska finansiella marknaden, i huvudsak Stockholmsbörsen. Nachemson-Ekwall sätter även detta i kontexten utifrån gällande regleringar och bolagsstyrningar, och jämför på ett internationellt plan. År 2011 stod det institutionella kapitalet för 89% av aktierna på Stockholmsbörsen. Svenska försäkrings- och pensionsbolag ägde 12%, varav de statliga AP-fonderna 2,5%. De fyra storbankernas aktiefonder svarade tillsammans för 6%. Aktiefonder tillsammans med försäkrings- och pensionsbolag anges som passiva och kortsiktiga indexförvaltare. Att skugga ett jämförelseindex kan emellertid ge sken av långsiktighet, men i dessa fall handlar det snarare om passivitet. Pensionsbolagen har trots allt ett mål om säkerställd långsiktig avkastning. I likhet med aktiefonderna är dessutom pensionsbolagen en växande kategori av ägare. Stiftelser, å andra sidan, minskar i betydelse. Innehavstiden för stiftelser är lång.

Nachemson-Ekwall (2012) skriver att det i kontrast till de institutionella investerarna är vanligt med kontrollägare i Sverige – enskilda aktieägare har både stora aktieposter och är engagerade i styrelsearbetet. Institutioner har ofta begränsningar vad gäller storleken på deras innehav. Detta stöder även Agnblad et al. (2002) som finner att exempelvis vissa aktiefonder, stiftelser och banker inte kan äga mer än 5% eller 10% av rösterna i ett företag. Vidare menar Nachemson-Ekwall (2012) att regelverken varierar, där försäkringsbolag är mindre reglerade än aktiefonder. Specifika regler finns för AP-fonderna. Även nationella bestämmelser kring bolagsstyrning påverkar de institutionella investerarnas möjlighet och aktivitet beträffande inflytande. För svensk del gäller följande: ”Sammanfattningsvis har institutionella investerare som agerar på den svenska aktiemarknaden större chans att utöva direkt ägarinflytande än i något annat land. Det ger svenska institutionella investerare på den svenska aktiemarknaden en utan jämförelse unik möjlighet att utnyttja sin ägarmakt för att påverka styrelsens arbete med värdeskapande. Makten att påverka utnyttjas också.”. Ändå har omsättningshastigheten, vilket är ett mått på kortsiktighet, ökat, för visso baserat på en global nivå. Institutioners kortsiktighet beror delvis på incitamentsprogram.

2.2 Teoretisk referensram

2.2.1 Egenskaper som kännetecknar eget kapital- respektive skuldinstrument

Eget kapital är tillgångarna i bolaget som finns kvar när skulderna är betalda – nettotillgångar – och som tillhör ägarna. För att skilja på om ett instrument är eget kapital eller skuld undersöks i första hand rättigheterna som är knutna till instrumentet, och den ekonomiska innebörden av instrumentet. En viktig skillnad när det gäller rättigheter är i vilken prioriteringsordning en anspråkshavare får rätt att ta del av behållningen i ett företag vid likvidation eller konkurs. I fallet med en skuld så har borgenärna prioritet att få betalt framför ägarna vid en likvidation. Annars förfaller skulden till betalning vid ett angivet datum, då skulden betalas tillbaka genom en överföring av tillgångar. Ägarna har endast ett krav på residualen av tillgångar som finns när samtliga skulder är betalda. Möjlighet finns även att genom avtal ha olika prioriteringsordning ägarna emellan när det gäller att ta del av residualen. Skillnad görs givetvis också beträffande rösträtten. Innehav av en skuld medför inte rösträtt på bolagsstämman medan ett innehav av eget kapital medför rösträtt.

En viktig poäng med den ekonomiska innebörden är risken som är förknippad med avkastningen. En skuld är förknippad med prioritet framför eget kapital och är därför förenad med mindre risk än eget kapital. Å ena sidan är avkastningen från skulden för det mesta förutbestämd till en viss räntesats. Eget kapital å andra sidan har en obegränsad uppsida men har lägst prioritet.

I vissa fall har instrument egenskaper som pekar på att instrumentet är en hybrid mellan skuld och eget kapital. När det gäller preferensaktier så har de historiskt setts som eget kapital men de har vissa egenskaper som är typiska för skulder, däribland beskriver Godfrey et al. (2010) att:

- De innebär förutbestämda anspråk.
- De många gånger inte deltar i utdelningar, utöver deras förutbestämda utdelning.
- De har prioritet framför ”vanligt” eget kapital vid likvidation eller konkurs.
- De medför ofta lägre rösträtt än ”vanligt” eget kapital.

Beroende på om egenskaperna i det enskilda fallet lutar mer åt skuldhållet ska preferensaktier klassificeras som skuld trots att de heter preferensaktier. Det som tyder på att så skulle kunna vara fallet är när en preferensaktie har egenskaper i stil med ett obligatorisk inlösen på begäran av innehavaren med ett förutbestämt belopp eller på ett fast och bestämt framtida datum. Detsamma gäller för det fall då innehavaren av instrumentet har en rätt att byta instrumentet mot kontanter eller annan finansiell tillgång. Därför är preferensaktier instrument vars namn inte alltid beskriver de dominanta egenskaper som är förknippade med det specifika instrumentet i fråga.

De svenska bolagen måste koncernredovisa preferensaktier i enlighet med IAS 32. IAS 32 utgår från att preferensaktiens karaktär är det som avgör om preferensaktien är att betrakta som skuld eller eget kapital. Detta blir ett utflöde av principen substance over form, det vill säga oavsett den juridiska formen för instrumentet ska vi se till dess verkliga substans vid redovisning. (Godfrey et al. 2010)

2.2.2 Preferensaktiers olika villkor och karaktär

En preferensaktie ger jämfört med stamaktier olika rätt – företräde – till ett bolags vinst och/eller tillgångar, som namnet antyder. Utdelningspreferens innebär förtur till kommande utdelningar, antingen genom en fast förutbestämd procentsats beräknad på teckningskursen eller genom en viss procentsats av vinsten. En sådan preferensaktie skulle kategoriseras som en limiterad preferensaktie. Det finns även möjlighet att preferensaktier är deltagande, det vill säga att först erhåller innehavaren av preferensaktien en fast utdelning (i likhet med den limiterade) och delar därefter på den resterande utdelningen med stamaktieägarna. Företrädet till utdelning innebär ingen garanti till utdelning, vilket är viktigt att påpeka, utan kräver fortfarande beslut från bolagsstämman och är villkorat av att utdelningsbara medel finns att tillgå. Som en följd kan preferensaktien vara kumulativ, vilket innebär att en utebliven utdelning medför förtur till att erhålla den uteblivna utdelningen vid det nästkommande utdelningstillfället. (Skog 2011)

Likvidationspreferens föreligger när en preferensaktie medför en rätt att vid likvidation respektive konkurs erhålla tilldelning av bolagets tillgångar före stamaktieägarna. Företrädesrätten till bolagets tillgångar är ett sätt att skydda preferensaktieägarna från illojalt handlande av

resterande aktieägare vilka annars i extrema fall skulle kunna kvarhålla bolagets vinst, med andra ord besluta om inställelse av utdelning, för att därefter likvidera bolaget och ta lika del i likvidationen. Ibland har preferensaktieägarna eller bolaget rätt att kräva inlösen av preferensaktier till exempelvis kontanter. På så vis kan en preferensaktieägare för det fall att bolaget inte går som planerat lösa in sina aktier och erhålla ett fördeklarerat nominellt belopp. En variant på inlösen är konvertering. Konvertibla preferensaktier är sådana som kan omvandlas till stamaktier. (Nyman et al. 2012)

I många fall har preferensaktieägare en begränsad rösträtt. Det krävs dock enligt 4:5 Aktiebolagslagen att röstvärdesskillnader inte får överstiga 10:1 för svenska aktieslag. Detta gäller dock en preferensaktie i relation till en annan stamaktie (Skog 2011). Ifall dessa har samma kvotvärde eller inte reglerar inte lagstiftaren. Med, exempelvis, en investeringsbudget på 2000 SEK kan vi, per den 28 mars 2014, erhålla en Ratos preferensaktie (1916 SEK) vilket ger en röst. Väljer vi att istället investera våra 2000 SEK i Ratos B-aktie (59 SEK) ger det oss 33 aktier, och därmed 33 röster. Denna röstvärdesskillnad uppgår till 33:1 och är driven av en betydande initial avvikelse i kvotvärdet. Det framstår därför som att det är tämligen enkelt att kringgå principen om den maximala röstvärdesskillnaden. Den intressanta relationen är alltså istället rösträtt i förhållande till kvotvärde eller marknadsvärde. Detta skulle kunna vara en av förklaringsvariablerna till varför preferensaktierna ofta har ett betydande kvot- och marknadsvärde.

Ur ett skattemässigt perspektiv behandlas preferensaktieutdelningar på samma sätt som utdelningar för bolagets stamaktier. Räntor på skulder är skattemässigt avdragsgilla, medan utdelningarna för stam- och preferensaktierna inte medför några sådana skattefördelar för bolaget. (Megginson & Smart 2008)

2.2.3 Ägarkategorier och ägarklassificering

I modern tid har det ökade indirekta ägandet av börsbolag via fonder och institutioner av olika slag skapat aktören "Kapitalförvaltaren". I förhållande till de direkta ägarna agerar kapitalförvaltarna många gånger utifrån andra handlingsmönster och drivkrafter. Kapitalförvaltarna förespråkar en aktivare aktiehantering vilket många gånger innebär en kortare innehavstid.

Mellan 1989 och 1999 finner Brodin et al. (2000) att den genomsnittliga innehavstiden på Stockholmsbörsen gick ner från sju till ett år.

När ett bolag blir publikt förs en större grupp av ägare in i bolaget. Många av de nytilkomna ägarna är små och saknar ambitioner för att påverka hur företagets verksamhet bedrivs, och ett starkare fokus på kapitalrationalitet uppkommer. Verksamheten måste drivas med överskott för att tillgodose berörda intressenters krav och för ägarna inkluderar det kompensation för den finansiella risken. Kapitalrationaliteten blir i ett börsbolag med en spridd ägarskara många gånger den enda gemensamma nämnaren för ägarna. I samband med att det direkta ägandet successivt har minskat, vilket lett till att ägandet i företagen industrialiserats, har därför stora grupper av mellanhänder tillkommit. Dessutom har det internationella ägandet i svenska börsbolag ökat och drivit på utvecklingen.

Olika aktörer som institutioner, fonder och andra aktieäande organisationer har varierande drivkrafter och individuella incitament, men vissa drivkrafter och incitament är betingade av aktörernas karaktär. En vanlig teknik för riskhantering bland institutioner och deras kapitalförvaltare är att följa index. Den som gör en avvikande bedömning genererar risk både för sig själv och för sin organisation. Institutionerna, som arbetar med de slutliga ägarnas pengar, har ofta odefinierade uppdrag vilket ytterligare ger incitament att följa index för att inte stå risken att utmärka sig negativt. (Brodin et al. 2000)

Med utgångspunkt i Brodin et al. (2000) följer en genomgång av olika typer av ägare och dess olika drivkrafter. Det som kännetecknar aktiefonder är att dessa har ambition att konkurrera på en sparmarknad. Därför finns incitament att prestera konkurrenskraftigt för spararna vilket driver en kortsiktighet. Försäkringsbolag framstår som ett mellanting mellan aktiefonder och kollektiva pensionsfonder. För kollektiva pensionsfonder finns inte samma tryck från nutida och framtida förmånstagare då sparhorisonten ofta är längre. Beträffande investment- och förvaltningsbolag samt stiftelser så har många aktörer i denna kategori uttryckliga motiv. Många gånger representerar dessa en längre investeringshorisont än institutioner vars förändringstakt i portföljen ofta är hög. För statens del så styr den politiska rationaliteten vilket innebär att ägandet och dess drivkrafter förändras över tiden beroende på vem som regerar.

För att slutligen kategorisera ägarna i olika ägarkategorier använder vi oss av Agnblad et al. (2002), Hedlund et al. (1985), Nachemson-Ekwall (2012) samt Apfonderna.se. Vad gäller

kategorin aktiefonder så kan dessa antingen tillhöra ett försäkringsbolag eller en bank. Om ägaren tillhör kategorin familj så kan ägaren antingen vara en grundare av företaget eller en investerare som har förvärvat kontroll. I vissa fall har ägaren involverat sin familj i ägandet som privatpersoner eller familjestiftelser etcetera. Eftersom vi tittar på den ultimata ägaren är vissa företag som skulle kunna klassas som institutioner klassade som kontrollerade av en familj om de själva är kontrollerade av en dominerande familj. Dessa institutioner är ett led i familjens maktutövning. I kategorin försäkringsbolag är aktiefonder som förvaltas av försäkringsbolag exkluderade. För kategorin pensionsfonder så innehåller denna icke statliga ägare som förvaltar ett pensionsbolag. I kategorin rörelseintressent återfinns de ägare som har ett rörelsesamband till det ägda bolaget. Vidare finner vi kategorin statliga pensionsfonder. Hit räknas AP-fonderna som är buffertfonder i inkomstpensionssystemet – dit förs kapital vid överskott och därifrån tas kapital vid underskott i pensionsutbetalningarna. I kategorin stiftelse inkluderas allmännyttiga stiftelser såväl som olika typer av vinstdelningsstiftelser och pensionsfonder som kan vara knutna till individuella företag. Vi skiljer också på företag och organisationer som tillhör kategorin utländsk, vilka är kontrollerade av en utländsk ägare. Denna ägare kan vara en institution såväl som en individ då det är svårt att separera dessa två grupper med säkerhet. Vi använder oss också av residualkategorin övrigt för ägare som inte inkluderas i de ovan nämnda kategorierna. Exempelvis företag som kontrolleras av ett företag som inte är noterat, eller associationer.

3. Metod

Det tillvägagångssätt som använts för studiens genomförande behandlas här. Avstamp tas i urvalet av vår population, och därefter diskuteras preferensaktiers möjliga villkor, vår kvantitativa studie av kursrörelser samt kartläggning och klassificering av ägare.

3.1 Urval av preferensaktier och motsvarande stamaktier

Som framgick under avgränsningar ovan var den initiala utgångspunkten preferensaktier på de stora nordiska finansiella marknaderna från 2000-talet och framåt. Efter att ha sökt igenom dessa kategorier i databasen Datastream insåg vi att övriga Norden, exklusive Sverige, varken hade några utstående preferensaktier just nu, eller haft det under den berörda perioden. Fokus flyttades därmed till den svenska marknaden, och mer specifikt Mid Cap och Large Cap. Under 2000-talet påträffades preferensaktier först 2006. Datainsamlingen genomfördes den 28 mars 2014 med -8 år som startdatum, vilket var tillräckligt för att fånga in all historik för våra åtta preferensaktier.

Beträffande Swedbank och SAS som också återfanns i denna statistik, har dessa endast inkluderats i de kvalitativa studierna. Någon kvantitativ data har således inte hämtats eller använts för dessa två bolag.

Tillsammans med de utvalda åtta preferensaktierna hämtades också samma information för de korresponderande stamaktieslagen från samma börs. I fallen med Ratos och Sagax, som både har en A-aktie och en B-aktie har vi i Ratos fall valt B-aktien, medan vi för Sagax istället tog A-aktien av den anledningen att B-aktien är förhållandevis ny – den kom flera år efter preferensaktien, varför det inte skulle vara möjligt att göra en fullständig jämförelse.

Tabell 1: Sampel (och population)	
Preferensaktie	Stamaktie
Balder	Balder (B)
Corem	Corem
Eniro	Eniro
Fast Partner	Fast Partner
Klövern	Klövern
Ratos	Ratos B
Sagax	Sagax A
Victoria Park	Victoria Park
<i>SAS (endast kvalitativ)</i>	
Swedbank (endast kvalitativ)	

3.2 Preferensaktiers möjliga villkor

Vi har gått igenom svensk bolagsrättslig litteratur för att kunna sammanställa möjliga villkor som en preferensaktie kan inneha. Vi har valt att enbart gå igenom svensk litteratur då det inte finns någon universell definition av preferensaktier utan det är upp till lagstiftaren i varje land att definiera preferensaktier i bolagsrättsliga regleringar. Därför är utländsk litteratur av liten vikt i sammanhanget. När de möjliga villkoren har sammanställts har vi gått igenom bolagsordningarna för respektive bolag i vårt sampel för att kartlägga vilka villkor som faktiskt finns representerade.

3.3 Kvantitativ studie av kursrörelser

Här har vi inledningsvis specificerat, tillsammans med de funna villkoren från föregående steg, respektive preferensakties aktiekurs, utdelning, direktavkastning etcetera i form av en numerisk översikt.

Därefter genomfördes en genomgående jämförelse med avseende på handelsdata för preferensaktien och stamaktien. De parametrar som undersökts är handelsvolym, kursfluktuation såväl på kort (intraday) som lång sikt (volatilitet), historisk utveckling och marknadskorrelation genom beta vilket är systematisk, icke diversifierbar risk enligt The Capital Asset Pricing Model, CAPM, (Berk & DeMarzo 2011).

Syftet med denna del var att se om preferensaktierna och stamaktierna för samma företag har en relativt liknande utveckling eller inte. Resultatet härifrån ger en bild över risken förknippad med respektive instrument.

3.4 Kartläggning och klassificering av ägarna

Vi har använt oss av SIS Ägarservice för kartläggning och klassificering av ägarna.

Ett första steg blev att beskriva hur ägarbilden ser ut för respektive bolags stam- och preferensaktie. Vi har valt två tidpunkter att genomföra jämförelsen, dels den första tillgängliga tidpunkten efter den ursprungliga noteringen av preferensaktien, och dels den 30 december 2013. Vi har valt det första datumet då datan i SIS Ägarservice inte möjliggör att undersöka ägarförändringarna dag för dag utan endast vid vissa för företagen specifika avstämningsdagar. Det är också intressant att upptäcka eventuella direkta, ursprungliga skillnader. Den 30 december 2013 är den sista gemensamma avstämningsdagen för bolagen i vårt sampel och därför valde vi detta datum som en andra, mer nutida, avstämningsdag där jämförelser mellan aktieparen dessutom förenklas.

I beskrivningen av ägarbilden tog vi dels sikte på koncentrationen av ägandet och dels vilka grupper som faktiskt är de största ägarna. För att kategorisera de största ägarna har vi manuellt gått igenom ett utdrag av de 200 största ägarna för bolaget, vilket är det maximala antalet som går att välja i databasen. I utdraget fanns vissa begränsningar, bland annat bygger rangordningen i SIS Ägarservice på det summerade innehavet av samtliga aktieslag. Eventuella A-aktier, B-aktier och preferensaktier är sålunda adderade. Detta medför att tillfällen där preferensaktierna är få till antalet, eller har höga marknadsvärden relativt stamaktien, kan leda till att ägaren till sådana hamnar utanför topp 200 vilket kan ha skett med tidigare nämnda Ratios. Med det i åtanke valde vi att göra analysen på de 20 största ägarna, vilket vi finner tillräckligt. Trots detta är SIS Ägarservice den mest användbara och tillförlitliga källan för ägar klassificeringen.

I det första steget har vi klassificerat ägarna med bakgrund av namnen från utdraget – antingen om namnet gör det ställt utom allt rimligt tvivel att ägaren tillhör en viss grupp alternativt om vi efter vidare undersökning genom ytterligare databaser (framförallt Retriever) kan nå

vidare kunskap vilken kategori ägaren tillhör. För de fall det inte var möjligt att klassificera ägaren placerades ägaren under kategorin övrigt.

För att komplettera den numeriska översikten över ägarna mättes hur koncentrationen av ägandet är fördelat mellan de olika kategorierna. Vi valde även att visa hur många ägare som är svenska respektive utländska.

Efter en grafisk presentation av klassificeringen såg vi om koncentrationen samt ägandet skiljde sig mellan stamaktierna respektive preferensaktierna.

Följande kategorier klassificerades ägarna utifrån, enligt den teoretiska referensramen:

- Aktiefond
- Familj
- Försäkring
- Pension
- Rörelseintressent
- Stat pension
- Stiftelse
- Utländsk
- Övrigt

Efter klassificeringen jämförde vi vad litteraturen förespådde om vilka investerare som borde tilltalas av preferensaktier och jämförde med hur det ser ut i praktiken. Därefter tog vi upp faktorer som vi ansåg var drivande för avvikelserna.

4. Resultat och analys

I avsnittet återfinns våra resultat och analyser. Först kategoriseras preferensaktierna, därefter görs en analys av kursdata och avslutningsvis jämför vi ägarna.

4.1 Kategorisering av preferensaktier

För att klassificera preferensaktierna har vi använt oss av respektive företags bolagsordningar för att fastställa vilka villkor som respektive preferensaktie är förknippade med. Som utgångspunkt har vi använt juridisk litteratur för att fastslå vilka olika möjliga egenskaper tillika villkor som preferensaktier kan ha.

Följande faktorer har vi utgått från vid klassificeringen av preferensaktierna i vår population:

- Likvidationspreferens: Företrädesrätt vid likvidation.
- Utdelningspreferens: Företrädesrätt till utdelning.
- Limiterade preferensaktier alternativt deltagande preferensaktier: Limiterade preferensaktier har endast rätt till den stadgade utdelningen medan deltagande preferensaktier får vara med och ta del av den resterande utdelningen tillsammans med övriga aktieägare.
- Kumulativa preferensaktier: Uteblivna utdelningar till preferensaktieägare ackumuleras och är prioriterad framför utdelning till övriga aktieägare.
- Rösträtt: Storleken på rösträtten i förhållande till de övriga aktieslagen.
- Inlösenbara preferensaktier: Preferensaktierna kan lösas in på begäran av preferensaktieägarna eller bolaget, och ägarna återfår då ett kontant utbetalt belopp.
- Konvertibla preferensaktier: Möjlighet att konvertera preferensaktier till stamaktier.

Tabell 2: Sammanställning av villkor, egenskaper och uppgifter för preferensaktierna

	Balder	Corem	Eniro	Fast Partner	Klövern	Ratos	Sagax	Victoria Park	SAS	Swedbank
Emissionsår	2011, 2012, 2013	2010	2012	2013	2012, 2012	2013	2006, 2010, 2012	2013	2014	2008, 2009
Teckningskurs	250 2011, 257 2012, 329 2013	1 aktie per 10 stamaktier	400	293	136 2012, 1 aktie per 40 stamaktier 2012	1750	1 aktie per 20 stamaktier 2006, 25 2010, 29,5	250	500	48 2008, 39 2009
Utdelningspreferens	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
- limiterad eller deltagande	Limiterad	Limiterad	Limiterad	Limiterad	Limiterad	Limiterad	Limiterad	Limiterad	Limiterad	Deltagande
Utdelningsfällfäll	Kvartalsvis	Kvartalsvis	Kvartalsvis	Kvartalsvis	Kvartalsvis	Kvartalsvis	Kvartalsvis	Kvartalsvis	Kvartalsvis	Årsvis
- utdelning per tillfälle	5	2,5 (5 första kvartalet 2010)	12, 16 efter 2017	5	2,5	25, 30 efter 2017	0,5	5	12,5 +1,25/år 2019-2023	2,4 2009, 4,8 2010-2013
Kumulativ - årtlig ränta	Ja 14%	Ja 7%	Ja 20%	Ja 8%	Ja 8%	Ja 10%	Ja 7%	Ja 10%	Ja 20%	Ja 10%
Likvidationspreferens	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
- limiterad eller deltagande	Limiterad	Limiterad	Limiterad	Limiterad	Limiterad	Limiterad	Limiterad	Limiterad	Limiterad	Deltagande
- belopp	300 +	150 +	Se Eniros	300 +	150 +	Se Ratos	30 +	325 +	Se SAS	48 + 10% årtlig ränta från senaste årsstämma
Konvertibel	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Nej	Ja
Inlösen	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja	Ja
- belopp	350 +	175 +	560, 480 efter 2015. +	350 +	175 +	2012,5, 1837,5 efter 2017. +	35 +	325, 300 efter 2018, 275 efter 2020. +	600, 525 från 2018. +	2018. +
Rösträtt	1:10, 1:1 B-aktie	1:10	1:10, 1:1 C-aktie	1:10	1:10	1:10, 1:1 B-aktie	1:10, 1:1 B-aktie	1:10	1:10	1:10, 1:1 C-aktie
Klassificering i koncernredovisning	Eget kapital	Eget kapital	Eget kapital	Eget kapital	Eget kapital	Eget kapital	Eget kapital	Eget kapital	Ingen uppgift	Eget kapital
Kurs vid stängning	348,5	157,5	507	365	153	1916	33,2	308	512	
Justerad direktavkastning	5,7%	6,3%	9,5%	5,5%	6,5%	5,2%	6,0%	6,5%	9,8%	

Informationen är hämtad från respektive bolagsordning, och årsredovisning 2013, med undantag för Swedbank (2012) och SAS (ingen tillgänglig årsredovisning). Kursen och nyckeltal är baserade på 28 mars 2014, i SEK

Efter en genomgång finner vi att samtliga preferensaktier utom Swedbank både är inlösenbara och endast limiterade beträffande utdelningen och likvidation. Viktigt att kommentera är att det är bolaget som kan lösa in preferensaktierna och inte de enskilda ägarna. Vi finner också att samtliga preferensaktier är kumulativa och förenade med en ackumuleringsränta för det fall kumulation (utebliven utdelning) sker. Detta kan ses som ett led i att försäkra och kompensera preferensaktieägarna för det fall utdelning uteblir. Trots allt måste bolagsstämman fatta beslut om utdelning till preferensaktieägarna och då stamaktieägarna har det största röstinnehavet motverkar detta att stamaktieägarna agerar fientligt mot preferensaktieägarna. Detsamma gäller företrädet vid likvidation. Röstvärdesskillnaden mellan stamaktier och preferensaktier är 10:1 utom i de fall tidigare utgivna B-aktier har 1:10 röst i förhållande till A-aktierna.

Den justerade direktavkastningen är helt enkelt beräknad som planerad utdelning för det kommande året (kvartalsvisa utdelningen multiplicerat med fyra) dividerad med stängningskursen. Med andra ord har ingen hänsyn tagits till den faktiska, effektiva förräntningen på kapitalet. För fastighetsbolagen har preferensaktierna en justerad direktavkastning mellan 5,5% (Fast Partner) och 6,5% (Victoria Park och Klöver). Spannet för fastighetsbolagen är därmed inte speciellt stort. De högsta justerade direktavkastningarna finner vi hos SAS (9,8%) följt av Eniro (9,5%). Ratos återfinns i den andra delen av skalan med en justerad direktavkastning på 5,2%. Detta torde vittna om graden av lätthet att attrahera investerare – investmentbolaget Ratos behöver uppenbarligen inte locka med lika hög utlovad utdelning som flygbolaget SAS. Rimligtvis spelar verksamheternas risk, i termer av rörelserisk och finansiell risk, även en betydande roll här. SAS var som bekant i ett ytterst kritiskt läge så sent som hösten 2013.

Samtliga koncerner redovisade sina preferensaktier som eget kapital. För alla fall utom Swedbank finner vi omedelbart att detta är förenligt med IAS 32 då det är bolaget som får lösa in preferensaktierna och inte de enskilda ägarna. I Swedbank fick aktieägarna på egen begäran konvertera preferensaktier mot stamaktier: Vi frågar oss dock varför detta skulle ske frivilligt när preferensaktierna egentligen liknade stamaktierna på samtliga punkter utom deltagande företräde till utdelning, en förtur vid likvidation samt en tiondels rösträtt. En generell anledning till en önskad konvertering skulle kunna vara konverteringsvillkoren, men dessa är 1:1 i fallet Swedbank. Dock är likviditetsskäl en potentiell förklaring om likviditeten i preferensaktien sinar, vilket Swedbank och Skatteverket diskuterar i ställningstagandet SKV M 2009:23.

Dessutom skulle en anledning till konvertering helt sonika kunna vara att komma åt den ökade rösträtten. Just det faktum att preferensaktieägarna själva kunde påkalla en konvertering talar för en klassificering som skuld, medan företeelsen att preferensaktien var deltagande talar för att klassificera denna som eget kapital. Den sammantagna bedömningen av fallet Swedbank är ändå att klassificera denna som eget kapital vilket också låg i Swedbanks intresse då behovet av nytt eget kapital var påtagligt 2008 och 2009.

Det som framstår som utmärkande är hur lika varandra nuvarande preferensaktier är sett till sina egenskaper. Den preferensaktie som sticker ut vid klassificeringen är återigen Swedbank som både var deltagande och kunde konverteras. En trolig förklaring till detta är att med anledning av den svåra situation Swedbank befann sig i 2008 och 2009 då preferensaktierna emitterades tvingades Swedbank helt enkelt att förse instrumentet med dessa egenskaper för att få in kapital. När Swedbank väl kommit på fötter påkallade Swedbank sedan konverteringen av aktierna vilket gjorde preferensaktien till ett instrument som bara varade mellan 2008 och 2013.

4.2 Kvantitativ analys av kursdata

Jämförelserna mellan preferensaktien och stamaktien har inletts direkt från första handelsdagen för preferensaktien i varje enskilt företagsfall, därav benämningen "Justerad" framför beta och volatilitet. Av den anledningen bör jämförelser inte göras mellan olika bolag. Istället har ett generalindex över Stockholmsbörsen inkluderats, som baserats på samma tidsintervall (tillhandahålls av Nasdaq själva). All data är följaktligen indexerad, med utgångsvärde 100 på preferensaktiens första handelsdag. Likt generalindexet visar även aktierna "total return", det vill säga med utdelningar återinvesterade. Detta är väsentligt med tanke på preferensaktiernas särartade utdelningar. En följd är att detta också ger upphov till den eventuellt uppseendeväckande låga volatiliteten (Justerad volatilitet är alltså uträknad som standardavvikelsen på de dagliga förändringarna av de återinvesterade indexerade värdena för hela tidsperioden, med andra ord första handelsdagen för preferensaktien i varje par som startdatum och 28 mars 2014 som slutdatum).

Daglig fluktuation har kalkylerats genom att ta genomsnittet av den procentuella differensen mellan uppmätta dagshögsta och dagslägsta. För daglig omsättning används medianen istället

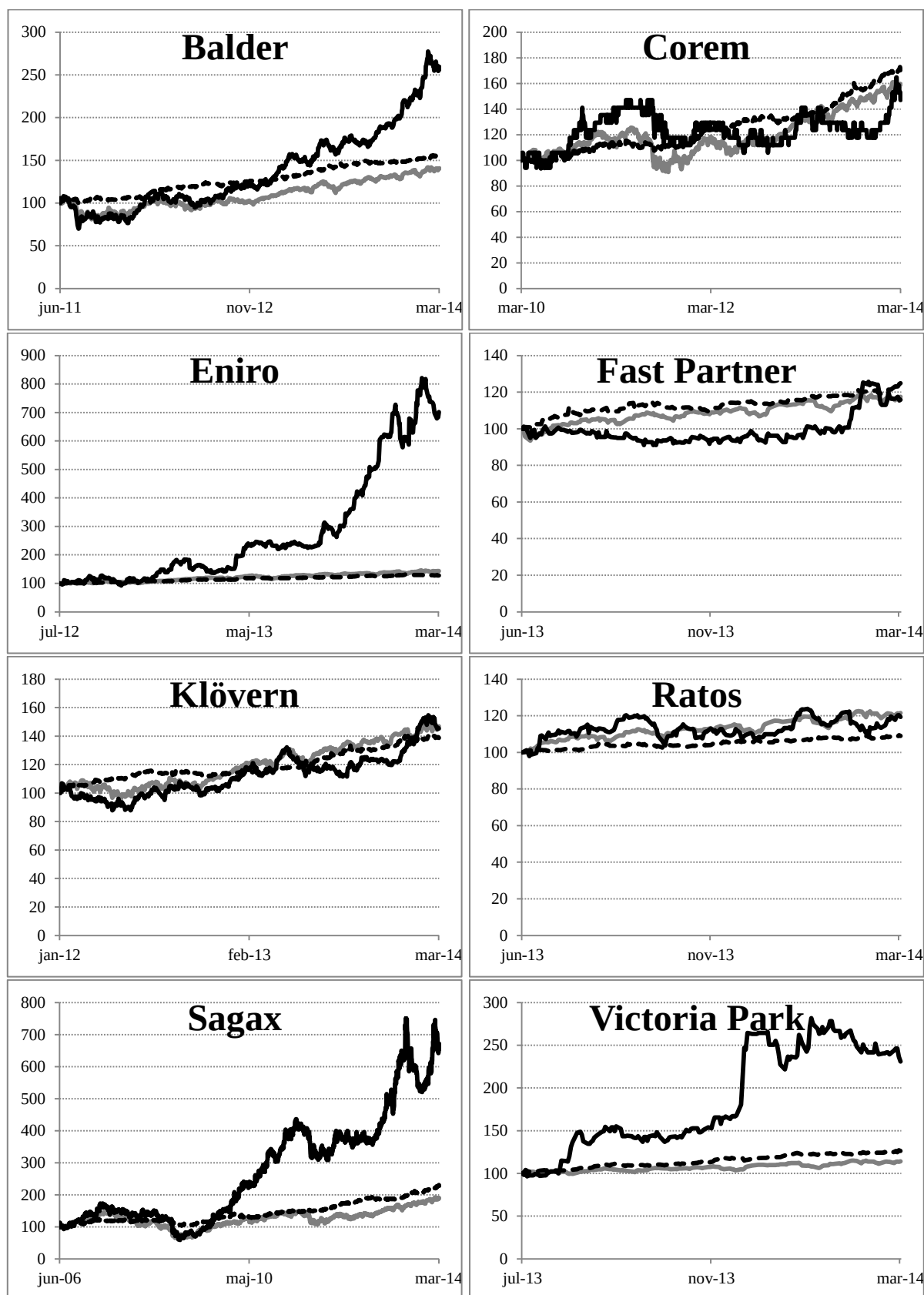
för medelvärde. Detta för att kringgå den skevhet som kan uppstå i form av extrema handelsvolymer för preferensaktierna på grund av dess relativt färsk introduktion (till skillnad från stamaktien ingår preferensaktiens samtliga handelsdagar, varav dem direkt efter emissionen). Den är uppmätt som antal omsatta aktier dividerat på totalt utomstående sådana aktier.

Tabell 3:

Aktiedata						
	Justerad beta	-motsvarande OMX GI	Justerad volatilitet	-motsvarande OMX GI	Daglig omsättning	Daglig fluktuation
Balder	0,87	1	1,77%	1,25%	0,1115%	2,56%
-pref	0,05	1	0,51%	1,25%	0,1600%	0,85%
Corem	0,28	1	2,64%	1,22%	0,0125%	2,76%
-pref	0,10	1	0,84%	1,22%	0,0893%	0,87%
Eniro	1,29	1	3,06%	0,78%	0,3183%	4,23%
-pref	0,02	1	0,45%	0,78%	0,2250%	0,63%
Fast Partner	0,46	1	1,66%	0,77%	0,0048%	1,71%
-pref	0,01	1	0,70%	0,77%	0,1333%	1,20%
Klövern	0,68	1	1,25%	0,92%	0,1139%	1,96%
-pref	0,05	1	0,54%	0,92%	0,1748%	0,75%
Ratos	1,15	1	1,44%	0,72%	0,2475%	2,00%
-pref	0,00	1	0,41%	0,72%	0,1687%	0,63%
Sagax	0,44	1	2,42%	1,47%	0,1780%	2,66%
-pref	0,05	1	0,67%	1,47%	0,0835%	1,02%
Victoria Park	0,97	1	3,36%	0,73%	0,0903%	4,70%
-pref	0,12	1	0,69%	0,73%	0,2497%	1,10%

Tabell 4: Indexerad återinvesterad utveckling sedan preferensaktiens introduktion

Svart heldragen: Stamaktie | Svart punktdad: Preferensaktie | Grå heldragen: OMX GI



Det är tydligt från Tabell 3 (Aktiedata) ovan att betavärdena är klart lägre för preferensaktierna. De korrelerar ytterst lite med marknaden. Intressant är också att fastighetsbolagens stamaktier generellt uppvisar låga beta – alla understiger marknads beta på 1 – medan Eniro och Ratos tvärtom bär högre sådan systematisk risk. Kontentan från denna analys är att preferensaktierna och deras ränteliknande egenskaper inte alls påverkas lika starkt av marknads utveckling i övrigt.

Volatiliteten följer i stort sett samma mönster, där preferensaktierna inte rör sig lika mycket. OMX ligger i mitten av spannet för varje par. I diagrammen syns också att stamaktien har tydligare och desto större upp- och nedgångar. Preferensaktien och OMX är flera gånger närmast att betrakta som linjära, svagt uppåtsluttande, grafer. I synnerhet beträffande Eniro, Sagax och Victoria Park där stamaktien uppvisat ordentliga lyft. Avkastningskravet på stamaktien borde vara högre med tanke på dess sekundära ställning och högre beta (Berk & DeMarzo 2011). Ett beta på 0 borde, vidare enligt Berk och DeMarzo (2011), insatt i CAPM innebära en förväntad räntabilitet som ej övergår den riskfria räntan (säkra statsobligationspapper).

Vad gäller omsättningen, aktiens likviditet, visar medianen – det vill säga mittenobservationen – att det inte finns någon lika överhängande effekt. I somliga fall har en större andel preferensaktier än stamaktier handlats, medan det i andra fall är tvärtom. Av det att döma skiljer sig inte det allmänna innehavet mellan aktieslagen i kort- eller långsiktighet.

4.3 En jämförelse av ägarna

Kategoriseringen av ägarna baserar sig på ägarutdrag från SIS Ägarservice. Vi har gjort ägar-klassificeringen vid två tillfällen, dels den första gången som preferensaktierna dyker upp i SIS databas vilket sammanfaller med emissionen alternativt inträffar strax därefter, och dels en andra gång den 30 december 2013. Tanken är att på bolagsnivå (första datumet) se om de initiala preferensaktieägarna är desamma som stamaktieägarna, och att ha ett gemensamt avstämningsdatum för att undersöka om vissa ägarkategorier är överrepresenterade överlag för preferensaktier respektive stamaktier (andra datumet).

Själva kategoriseringen görs efter Agnblad et al. (2002) som gjort en ägarkategorisering av Stockholmsbörsen kring 2000. Här lägger vi till vissa kategorier med stöd av Nachemson-Ekwall (2012) som tidigare påpekat. Målet är att isolera tydliga grupper av investerare från varandra och även isolera ut ägare i kategorin övrigt om dessa inte kan grupperas på annat lämpligt sätt. Ytterligare en anledning till gruppindelningen är att vi ska kunna få tillräckligt homogena grupper för att ha möjlighet att dra slutsatser om dem.

Själva kategoriseringen är gjord manuellt genom att betrakta namnet i ägarutdraget för att därefter dra en slutsats om vilken grupp investeraren hänför sig till. För det fallet det inte framgår av namnet vilken kategori ägaren tillhör används databasen Retriever för att få mer kunskap om investeraren. Om någon information fortfarande inte finns att tillgå har mer generella sökmotorer använts för att hitta artiklar och hemsidor som innehåller relevant information om ägarna. De kategorierna detta främst är relevant för och har applicerats på är familjer, övrigt och stiftelser. Målet med kategorin familjer är att kartlägga familjens maktutövande i de studerade företagen oavsett om detta görs direkt via ägande, eller indirekt via bolag. SIS Ägarservice gör visserligen en summering över en persons ägande direkt och via bolag men vid en undersökning missar SIS i något fall utländska bolag som kontrolleras av en person. Hur kategoriseringen gjorts av ägarna i respektive bolag redovisas i appendix.

Därefter sammanställs de 20 största ägarna för respektive stam- och preferensaktie grupperade i en lista som även delger graden av ägarkoncentration hos dessa 20 största ägare. Den grafiska presentationen baserar sig på hur stort innehav respektive ägargrupp har för att därefter redovisa innehavens storlek grupperna sinsemellan. Även den är bifogad i appendix.

Jämförelsen nedan görs med utgångspunkt i det första datumet, mellan stamaktieägare och preferensaktieägare. Då datumen skiljer sig åt kommer vi inte att jämföra bolagen sinsemellan utan endast skillnaden mellan ägarna till stamaktierna respektive preferensaktierna vid tidpunkten.

Vid en jämförelse mellan stamaktie- och preferensaktieägare per företag vid det första datumet finner vi i Balders fall att det inte finns någon familj eller utländsk ägare för preferensaktierna, till skillnad mot stamaktierna, och att dessa har ersatts med stiftelser och övrigt. I Corems fall är ägarstrukturen identisk för de två aktieslagen. Detta är en logisk följd av att preferensaktierna gavs ut genom en fondemission och tilldelades de befintliga

aktieägarna. Vad gäller Eniro så har utländska ägare, försäkring, stiftelser och stat pension fallit bort för preferensaktierna till förmån för kategorierna familj, övrigt, aktiefond och pension. Vidare finner vi i fallet Fast Partner att familj och stat pension har ersatts med stiftelse, övrigt och försäkring för preferensaktierna. För Klöveren finner vi att emissionen är transaktionsdriven då säljarna till Dragon fick preferensaktier i Klöveren som köpeskilling (Klöverens prospekt om Dragon 2014). För Ratos saknar vi säkerställda uppgifter för preferensaktierna. I fallet Sagax har stiftelser ersatt pension och det utländska ägandet respektive kategorin familj har minskat medan kategorierna övrigt, aktiefond samt försäkring är större för preferensaktierna. För Victoria Park finner vi en betydligt mindre andel familj för preferensaktierna. Övrigt, aktiefond och pension är dock större och dessutom finner vi en viss andel försäkring, som stamaktierna saknar.

Koncentrationen är mindre för preferensaktierna i jämförelse med stamaktierna i fyra av sju fall. För Corem och Sagax är den lika stor och för Eniro högre för preferensaktierna.

För 2013-12-30 görs jämförelsen med utgångspunkt i de olika ägarna, eftersom det är lättare att aggregera utfallen i denna data.

Vi jämför mellan stamaktie- och preferensaktieägare per ägargrupp vid vårt andra observationsdatum, det vill säga den 30/12 2013. När vi jämför kategorin aktiefond så finner vi i fyra av sju fall att aktiefonder är underrepresenterade bland ägarna till preferensaktierna. Detta beror på att de är inriktade på att följa ett index och lever på att prestera värdeuppgång för sina investerare snarare än utdelning (Nachemson-Ekwall 2012). För kategorin familj finner vi att dessa är underrepresenterade i fem fall av sju för preferensaktier. Vi antar att anledningen är att familjer ofta är intresserade av kontrollen av företagen och därför väljer relativt sett röststarkare stamaktier. Att Eniros preferensaktie vid en jämförelse med Eniros stamaktie har större andel familj är dock lite oväntat. Någorlunda jämnt fördelade mellan stam- och preferensaktier finner vi kategorin försäkring, och då dessa är en hybrid mellan pension och aktiefond (Brodin et al. 2000) kan vi också förvänta oss detta resultat. I fem av sju fall är kategorin pension överrepresenterad bland ägarna till preferensaktier. I viss mån är dessa aktörer riskavsäkra och behöver prestera en viss avkastning varje år (Nachemson-Ekwall 2012). Därför är gruppen pension extra intresserad av utdelningarna från preferensaktierna. Kategorin rörelse-intressent förekommer endast en gång, och då är innehavet transaktionsdrivet. Kategorin stat pension finns knappt bland preferensaktieägarna men om vi ser till AP-fondernas mål att

finnas till som en buffert för det fall inflödet av pensionsmedel skulle understiga utbetalning av pensionsmedel så är det intressanta att bredda tillgångsbasen genom en prisuppgång snarare än genom utdelningar (Apfondera.se, Nachemson-Ekwall 2012). I sex av sju fall är stiftelser överrepresenterade för preferensaktierna. Detta menar vi är drivet av stiftelsens natur, det vill säga att ändamålet ofta är att prestera stabila avkastningar som årligen kan delas ut till olika ändamål (Nachemson-Ekwall 2012, Brodin et al. 2000). Fyra av sju stamaktier ägs av utländska investerare medan endast en av sju preferensaktier har en utländsk investerare bland toppägarna vilket i detta fall är Klövern med Norge genom den norska oljefonden. Detta kan bero på att fastigheter generellt tilltalar inhemska investerare men detta förklarar inte varför det inte finns utländska investerare i Eniros preferensaktie när en stor del av stamaktierna är utländskägda. Kategorin övrigt finns överrepresenterade i sex av sju fall bland preferensaktieägarna. Vi kan inte säga så mycket om denna kategori som grupp bortsett från att det i insatt kapital rent krasst krävs mindre för att hamna topp 20 bland preferensaktieägarna jämfört med stamaktieägarna.

I likhet med det första datumet är koncentrationen lägre för preferensaktier än för stamaktier. Denna gång i sex av sju fall. Eniro är igen undantaget, där preferensaktieägarnas koncentration överstiger stamaktieägarnas. Detta förväntar vi oss då en högre andel stamaktier innebär en större makt över bolagsstämman medan en lägre koncentration av preferensaktier indikerar en riskspridning. I Eniros fall kan avvikelsen vara driven av att en större del av preferensaktierna ägs av kategorin familj jämfört med stamaktierna.

5. Slutsats

I detta kapitel besvaras forskningsfrågan om preferensaktier huvudsakligen bär egenskaper av eget kapital- eller skuldinstrument, och samtliga delfrågor kopplade till forskningsfrågan.

5.1 Svar på delfrågorna

Efter vår analys kan vi nu besvara våra ursprungliga fyra delfrågeställningar:

- i. Vilka likheter respektive skillnader finns i form av villkor för preferensaktier?

Generellt ser preferensaktierna i vår population mycket lika ut till sin utformning utom i fallet med Swedbank. Alla utom Swedbank är limiterade i fråga om utdelning, och för att skydda preferensaktieägarna från ett fientligt beteende av de röststarka stamaktieägarna är de kumulativa med en ackumuleringsränta. Detta kombineras med ett företräde till den kvarvarande behållningen vid en likvidation eller konkurs jämte övriga aktieägare. Rösträtten för preferensaktier är begränsad till 1:10 i relation till stamaktierna om den möjligheten inte redan utnyttjas i relationen A-aktier och B-aktier eller liknande. För att ytterligare skilja röstvärdet per investerad krona har preferensaktierna ofta en betydande teckningskurs – i Ratos fall går det ungefär 33 B-aktier (något färre A-aktier) per preferensaktie och lägg till en röstvärdesskillnad om 1:10 så blir den effektiva rösträtten cirka 1:330. Samtliga preferensaktier redovisas som eget kapital och är med undantag för Swedbank inlösenbara. Swedbank är både deltagande beträffande utdelning och vid likvidation. Dessutom var Swedbanks preferensaktier konvertibla. Grunden till emissionen var den ekonomiska situationen Swedbank befann sig i under den senaste finanskrisen och vi tror att dessa till synes förmånliga villkor krävdes för att attrahera investerare vid tidpunkten.

- ii. Hur skiljer sig/skiljer sig inte preferensaktier gentemot sina motsvarande stamaktier kvantitativt, i kursutveckling och likviditet?

Preferensaktierna har en betydligt lägre variation i pris, både ur ett kortare och längre perspektiv. De rör sig under relativt begränsade procentuella spann under dagen, och ser nästan plana ut över en längre horisont i jämförelse med stamaktien. Korrelationen med marknaden är samtidigt mycket vag. De flesta av stamaktierna har visserligen också justerade betan som är

lägre än marknadens, men som fortfarande vida överstiger preferensaktiens. Mellan aktieslagen skiljer det sig inte radikalt i likviditet.

iii. Vilka ägargrupper har preferensaktier, jämfört med motsvarande stamaktie?

De stora skillnader vi kan se i vår första studie av de initiala ägarna till preferensaktierna är att det i förhållande till stamaktierna i mindre utsträckning återfinns ägare av kategorierna familj och utländska ägare. Dessa har ersatts av kategorierna övrigt, stiftelse och i flertalet fall pension. Denna skillnad ser vi även vid avstämningsdagen 2013-12-30. Koncentrationen av ägandet hos storägarna skiljer sig också, och är vid det första skedet i fyra av sju fall lägre hos preferensaktier, och vid avstämningsdagen den 2013-12-30 i hela sex fall av sju lägre hos preferensaktier. Detta kan förklaras av att preferensaktiernas röstvärde är mindre än för stamaktierna och att detta är något som driver en ökad koncentration för stamaktierna då ägarna som önskar ha kontroll i företaget allokerar sina investeringar till de röststarka aktierna.

iv. Vad finns det för anledningar till att ägarbilden ser ut som den gör?

Att familjerna uteblivit från preferensaktierna menar vi i samklang med litteratur på området beror på att familjeägare är intresserade av kontroll i bolag där de har stora innehav. Att de utländska ägarna uteblir kan vi inte förklara, utan detta är snarare en fråga för framtida forskning. Stiftelser och pension är spelare som i många fall har incitament att skapa en stabil årlig avkastning för löpande utbetalningar till förmånstagare och, i de allmännyttiga stiftelsernas fall, stipendiaterna. Dessa uppskattar den stabila utdelningen som preferensaktierna ger och ser denna trygghet eftersträvarsvärd. Sammanfattningsvis beror skillnaderna på de olika investerarnas intresse av rösträtt och förhållande till risk.

5.2 Svar på forskningsfrågan

Vi kommer fram till att preferensaktier utgör mindre riskfyllda investeringar än dess korresponderande stamaktier. Som en följd attraheras riskaversa investerare. Preferensaktier är varken ett rent skuldinstrument eller ett rent eget kapitalinstrument. Företagens redovisning av preferensaktier som eget kapital är förenligt med IAS 32. I IAS 32 definieras en finansiell skuld som en avtalsenlig förpliktelse att erlagga kontanter eller annan finansiell tillgång till ett annat företag. Då preferensaktier inte uppfyller kravet på en sådan avtalsenlig förpliktelse ska dessa därför istället redovisas som eget kapital.

6. Avslutning

Här diskuteras tillförlitligheten och ändamålsenligheten i datan, metoden, resultatet samt slutsatserna under ämnena reliabilitet, validitet och generaliserbarhet. Vidare presenteras förslag till kommande forskning och även en utblick över framtiden för svenska preferensaktier.

6.1 Reliabilitet

Tillförlitligheten i den information och data som brukats i detta arbete är insamlad från seriösa källor och välrenommerade databaser. Beträffande den första kvalitativa analysen (avsnitt 4.1, enligt metoden i 3.2) kommer uppgifterna till stor grad från bolagen själva. Vi har på bolagens hemsidor och investor relations-flikar tagit del av tidigare prospekt, rådande bolagsordningar, och de senaste årsredovisningarna. Källorna är således primära.

För de kvantitativa studierna (avsnitt 4.2 och 4.3, enligt metoderna i 3.3 respektive 3.4) har två databaser använts mer än andra. I princip all handelsdata, med kurshistorik och så vidare, som använts till del 4.2 Kvantitativ analys av kursdata, kommer från Reuters globala system Datastream. Hämtad data har manuellt kontrollerats överskådligt. De förväntade felen är försumbara. SIS Ägarservice är den andra centrala databasen som brukats (till del 4.3 En jämförelse av ägarna). Vi har redan diskuterat några av dess begränsningar, bland annat beträffande rangordningen som framgick i metodbeskrivningen 3.4 Kartläggning och klassificering av ägarna, och hur vi försökt lösa dessa problem. Med reservation för det vi tagit upp räknar vi med att de resultat vi kommit fram till utifrån vad SIS bistått oss, är riktiga.

6.2 Validitet

Vår metod är valid i den meningen att allt är genomfört enligt ett strukturerat och oberoende förfarande. Sådant som vi själva har bearbetat, främst avseende kalkyler (3.3) och klassificeringar (3.4), är noggrant redovisade och går att återskapa. I exempelvis de fall data saknas har vi försäkrat att risken för felaktiga och oriktiga sammankopplingar minimerats. Som ett tecken på det valde vi att helt utesluta Ratos i ägaranalysen nämnt i metod 3.4 Kartläggning och klassificering av ägarna, eftersom vi inte kunde garantera att den visade rätt.

6.3 Generaliserbarhet

Då vi betraktar en hel population under en begränsad tidsperiod (se 3.1 Urval av preferensaktier och motsvarande stamaktier) ämnar vi vara försiktiga kring att säga något om hur det ser ut för andra tidsperioder eller andra sammansättningar. Eftersom vi inte använt stickprov, utan hela populationen, har inga sampelrelaterade metodfel inträffat. Beträffande möjligheten att generalisera resultaten på andra populationer eller tidsintervall är möjligheten sålunda begränsad till att utgöra en grund för formuleringen av en hypotes i framtida forskning.

6.4 Förslag till kommande forskning

Parallellt med att vi autonomt kom på vad vi ville skriva om släpptes Yuksels och Perssons (2014) examensarbete om preferensaktier, i vilket det under detta avsnitt föreslogs en jämförelse av ägarna till preferensaktier, och då främst de svenska. Vi har nu genomfört detta, men har samtidigt hittat nya spännande infallsvinklar att vidare forska om inom området.

För att fördjupa vår forskningsfråga ännu mer kan marknadsanalysen förslagsvis tas till ytterligare nivåer. Vi såg att betavärdena för preferensaktierna i stort sett låg runt 0, det vill säga saknade korrelation med marknaden. Om de samvarierar med något annat, och till vilken magnitud, skulle kunna vara ett förslag att utgå ifrån. Till att börja med kan korrelationen med stamaktien mer explicit granskas – de delar uppenbarligen samma fundamentala bakgrund. Utöver det vore det intressant att inspektera hur hög korrelationskoefficient preferensaktierna som instrument har med varandra. Rör de sig likartat, trots de olika verksamheterna, finns det anledning till att förespråka att de borde separeras i redovisningen. Samvarierar de dessutom starkt med skuldparametrar såsom reporäntan är den ekonomiska innebörden troligen skuld.

För att bygga vidare på Yuksel och Persson (2014) kan en annan ingång på forskningsfråga vara att ta vid huruvida marknaden är rationell för preferensaktier. Av det vi stött på bedöms att marknadsreaktionen stundtals ter sig märklig. Simpla arbitragemöjligheter lär visserligen inte existera, men genom att tillämpa värderingsmodeller och effektiva ränteberäkningar mellan utdelningstillfällena går det ändå att utreda om perfekta förhållanden råder. Delvis skulle en sådan studie likna Göranssons och Svenssons (1983) arbete om preferensaktier och dess effektiva förräntning vilket hade varit givande.

6.5 Framtiden för svenska preferensaktier

I någon mån kan preferensaktier ses som en reaktion på svårigheter att anskaffa kapital på traditionellt vis via banklån. När bankerna skärpte kraven för belåning av exempelvis fastigheter svarade fastighetsbolagen och fler därtill med att hitta alternativa finansieringskällor. Ett sätt för bolagen var att emittera preferensaktier. Därför är preferensaktiens framtid beroende av hur bankernas inställning till belåningen ser ut i framtiden. Med tanke på Basel III och övriga vindar som blåser i samhället menar vi att en sådan uppluckring osannolikt skulle ske inom en nära framtid. Frågan är om just instrumentet preferensaktier kommer att finnas kvar eller om andra finansieringslösningar kommer att användas istället. Preferensaktiernas fördel är att de handlas på börsen och härigenom förenklas omsättningen. Enheterna och posterna som kan handlas är mindre än exempelvis företagsobligationer. Företagsobligationer handlas heller inte på någon lika uttalad marknadsplats varför likviditeten kan vara begränsad. Med tanke på detta kanske inte preferensaktier konkurrerar med varandra utan snarare kan finnas och utvecklas i symbios.

Den historiskt låga räntenivån som inte bara Sverige befinner sig i bör sannolikt tillskrivas viss förklaringskraft till preferensaktiernas tillkomst och intresse. Frågan är om förräntningen, en direktavkastning på 5%-10% enligt våra mätningar, står sig i ett annat makroläge med högre räntor.

På motsvarande sätt kommer det bli en utmaning för företeelsen preferensaktie den dag något bolag ställer in en utdelning, vilket vi i vår population inte kunnat spåra. Detsamma gäller likvidation där tilltron till likvidationspreferensen ställs på spets – är den verkligen värd något, eller kommer tillgångarna endast räcka till ännu högre prioriterade borgenärer.

Den klara utvecklingen på senare år tyder oavsett på att renässansen av preferensaktier på den svenska marknaden än så länge fortfarande befinner sig i en tidig fas. Globaliseringen och de internationella krafterna som vi berört i samband med ägandemakten på Stockholmsbörsen är ytterligare faktorer som kan antas fortsätta förändra kapitalstrukturen och aktiemarknaderna. Kanske kommer vi ärva USA:s mer utbredda marknad för preferensaktier. Detta kommer säkerligen i sådant fall sprida sig till våra grannländer. Om något år kommer det eventuellt gå att göra om vårt arbete med en större datamängd där även, i likhet med vårt ursprungliga ändamål, övriga nordiska marknader kan ingå.

7. Källförteckning

Här redovisas en detaljerad lista på de källor vi löpande hänvisat till i arbetet, uppdelade på litteratur, intern information och internet.

7.1 Litteratur

Abhyankar, A., Dunning, A. (1999). Wealth effects of convertible bond and convertible preference share issues: An empirical analysis of the UK market. *Journal of Banking & Finance*. vol. 23, pp. 1043-1065.

Agnblad, J., Berglöf, E., Högfeldt, P., Svancar, H. (2002) Ownership and control in Sweden: strong owners, weak minorities, and social control. *The control of corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press.

Berk, J., DeMarzo, P. (2011). *Corporate finance*. 2. ed., Global ed., Harlow, Essex: Pearson.

Berle, A. A., Means, C. G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan.

Brodin, B., Lundkvist, L., Sjöstrand, S-E., Östman, L. (2000). *Koncernchefen och ägarna*. Handelshögskolan i Stockholm. Stockholm: EFI.

Callahan, C. M., Shaw, W. H., Terando, W. D. (2001). Tax and regulatory motivations for issuing non-voting, non-convertible preferred stock, *Journal of Accounting Research*. vol. 39, No. 3, pp. 463–480.

Godfrey, J., Hodgson, A., Tarca, A., Hamilton, J., Holmes, S. (2010). *Accounting Theory*. 7. ed., Milton Qld: John Wiley & Sons Australia.

Göransson, B., Svensson, S. (1983). *Preferensaktier och dess effektiva förräntning*. Seminariuppsatser från Handelshögskolan i Stockholm. Ämneskurs 3. Redovisning och finansiering. 1983:23.

Hedlund, G., Hägg, I., Hörnell, E. & Rydén, B. (1985) *Institutioner som aktieägare. Förvaltare? Industrialister? Klippare?* Stockholm: SNS förlag.

Hirschman, A. (1970). *Exit, voice and loyalty. Responses to decline in firms, organizations and states*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Howe, J. S., Lee H. (2006). The long-run stock performance of preferred stock issuers. *Review of Financial Economics*, vol. 15, No. 3, pp. 237–250.

Irvine, P., Rosenfeld, J. (2000). Raising capital using monthly income preferred stock: Market reaction and implications for capital structure theory. *Journal of Financial Management*, vol. 29, No. 2, pp. 5–20.

Kallberg, J., Liu, C. H., Villupuram S. (2013). Preferred stock: Some insights into capital structure. *Journal of Corporate Finance*, vol. 21, pp. 76-83.

Meggison, W. L., Smart S., B. (2008). *Introduction to Corporate Finance*. Cengage Learning EMEA.

Nachemson-Ekwall, S. (2008). *Förhållandena på den svenska ägarmarknaden de senaste 60 åren (1948–2008)*. Handelshögskolan i Stockholm.

http://streamdp.hhs.se/LinkedStaffDocs/download.aspx?dl=01718_001, den 19 april 2014.

Nachemson-Ekwall, S. (2012). *Institutionella investerares förmåga att utöva ägarkontroll*. Svenskt Näringsliv. http://streamdp.hhs.se/LinkedStaffDocs/download.aspx?dl=01718_002, den 19 april 2014.

Nyman, M., Lundgren J., Rösiö C. C. (2012) *Riskkapital – Private equity- och venture capital- investeringar*. Stockholm: Norstedts Juridik.

Pinegar, M., Scott, C. (1988). The effect of issuing preferred stock on common and preferred stockholder wealth. *Journal of Financial Economics*, vol. 22, No. 1, pp. 155–184.

Skog, R. (2011). *Rodhes Aktiebolagsrätt*. 23:e upplagan. Stockholm: Norstedts juridik.

Yuksel, T., Persson, E. (2014) *Preferensaktier: Påverkas ett bolags börsvärde när de offentliggör en preferensaktieemission?* Kandidatuppsats vid Uppsala Universitet. Uppsala.

7.2 Intern information

Bolagsordningar från de undersökta bolagen (10).

Årsredovisningar från de undersökta bolagen (9 från 2013, 1 från 2012 (Swedbank)).

7.3 Internet

Apfondera.se, den 20 mars 2014.

<http://www.skatteverket.se/privat/deklaration2014/vardepapper/aktiehistorik.106.2b543913a42158acf800030904.html>, den 10 mars 2014. I denna databas har vi gått igenom de undersökta bolagen (9 (ej SAS)).

Klövern's prospekt om Dragon 2014, <http://www.klovern.se/sv/IRPress/Prospekt/>, den 4 maj 2014.

OMX GI, Generalindex över Stockholmsbörsens utveckling,

http://www.nasdaqomxnordic.com/index/index_info?Instrument=SE0002416156&InstrumentName=OMX%20Stockholm_GI, den 4 april.

SKV M 2009:23,

<http://www.skatteverket.se/rattsinformation/reglerochstallningstaganden/meddelanden/arkiv/2009/meddelanden2009/skvm200923.5.76a43be412206334b89800023544.html>, den 3 maj 2014.

8. Appendix

Här bifogas figurer och den data vi har konverterat i uppsatsen.

8.1 Resultatdel hänförlig till avsnitt 4.3

Kategorisering av de 20 största ägarna

Efter den initiala preferensaktieemissionen för respektive bolag, och 2013-12-30

Koncentrationen visar deras innehav som andel av det totala (samtliga ägare)

Förklaring

■ aktiefond

□ pension

□ stat pension

▨ utländsk

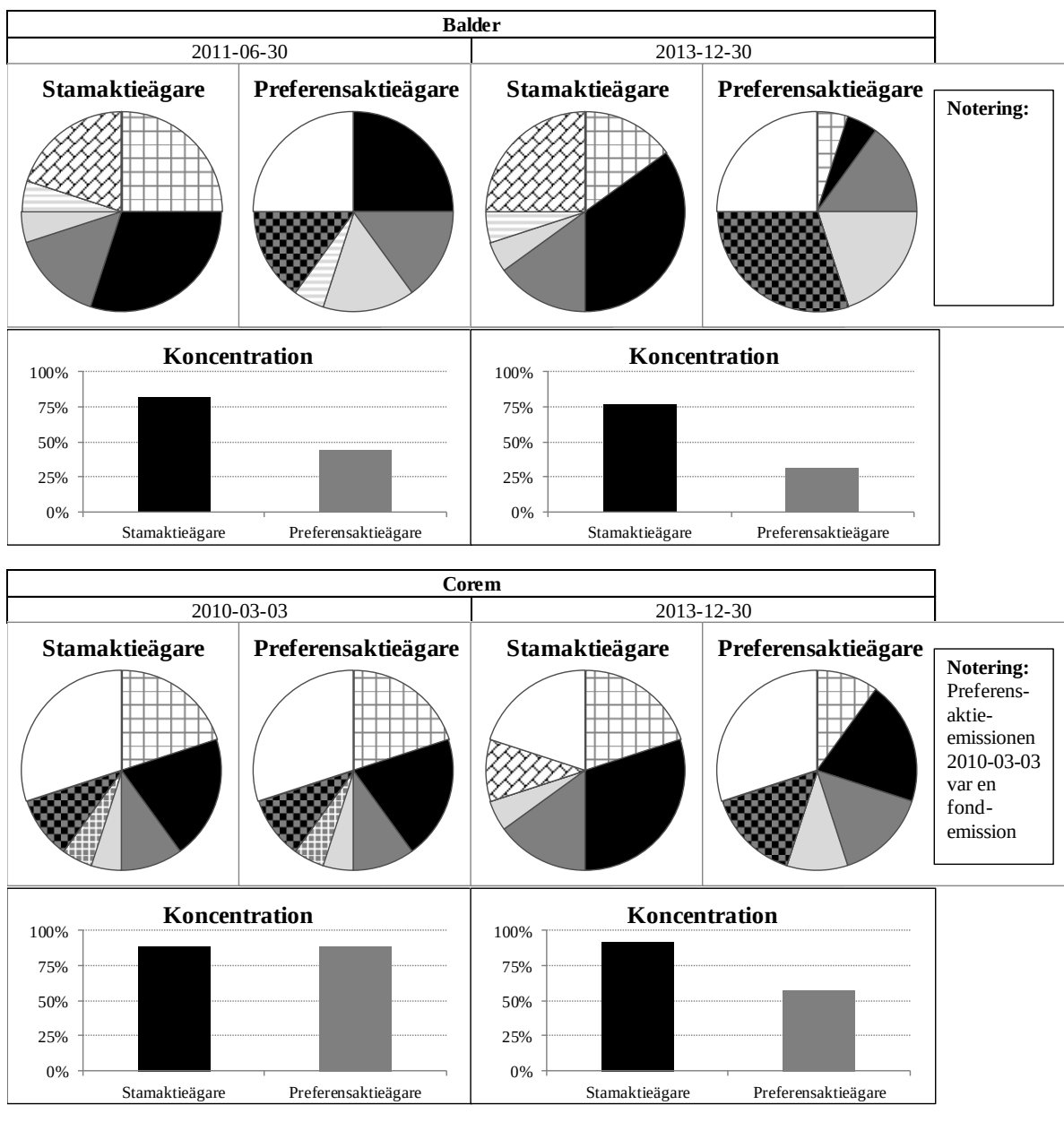
▤ familj

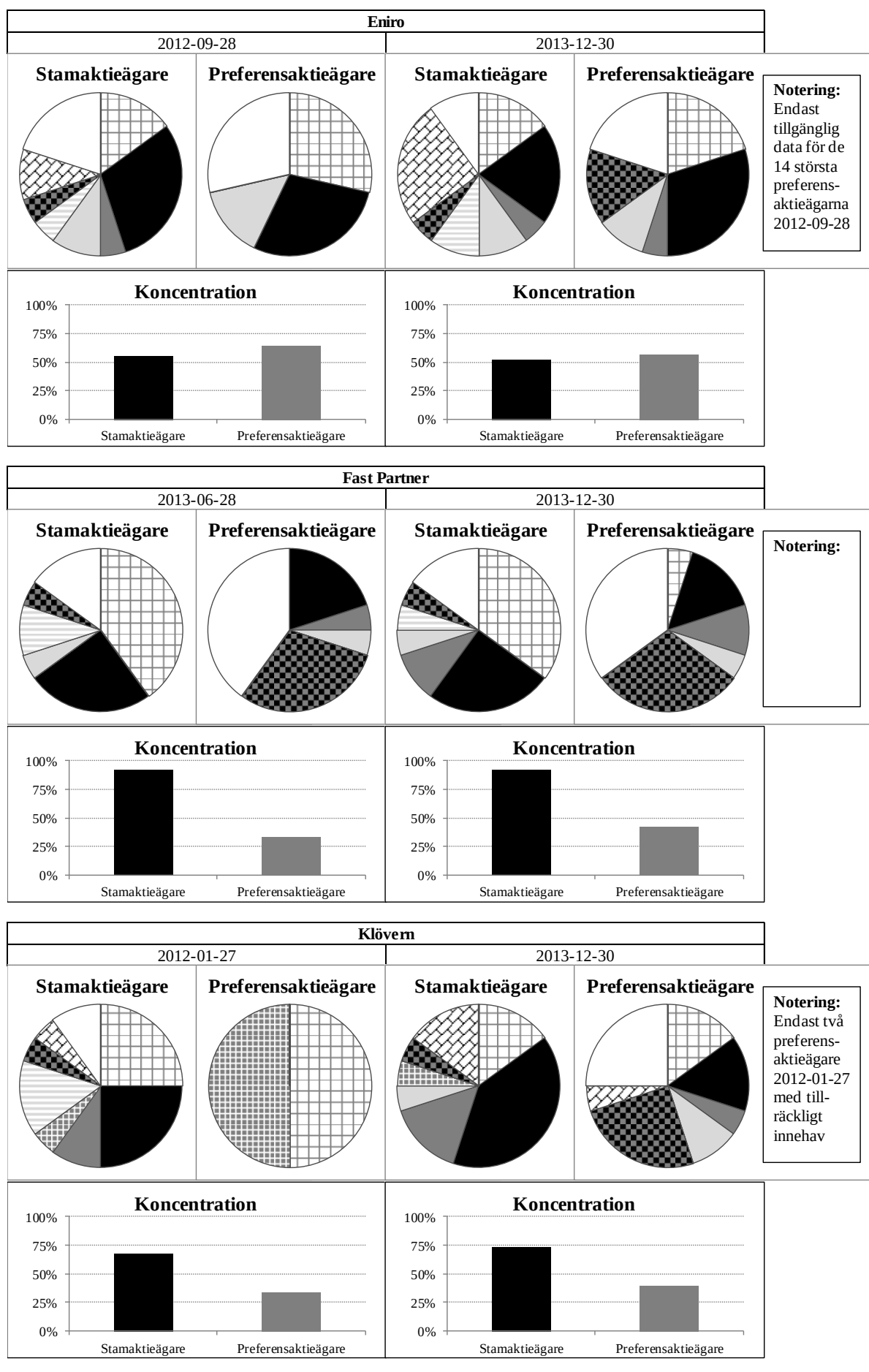
■ försäkring

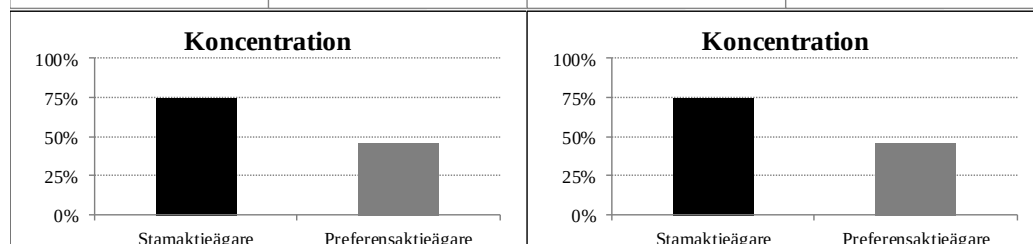
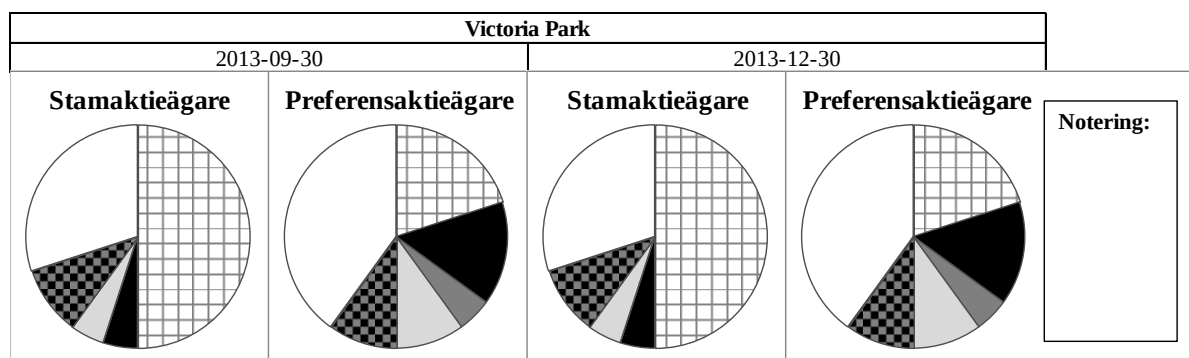
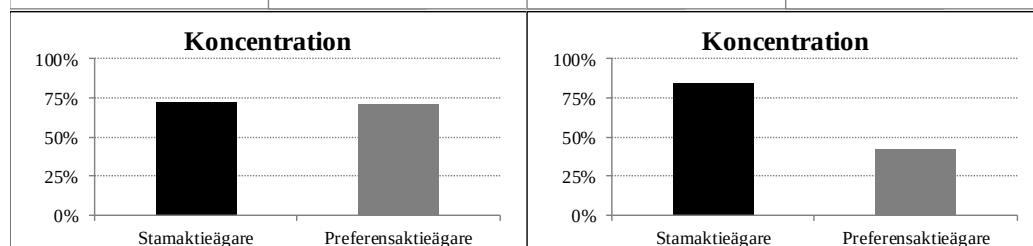
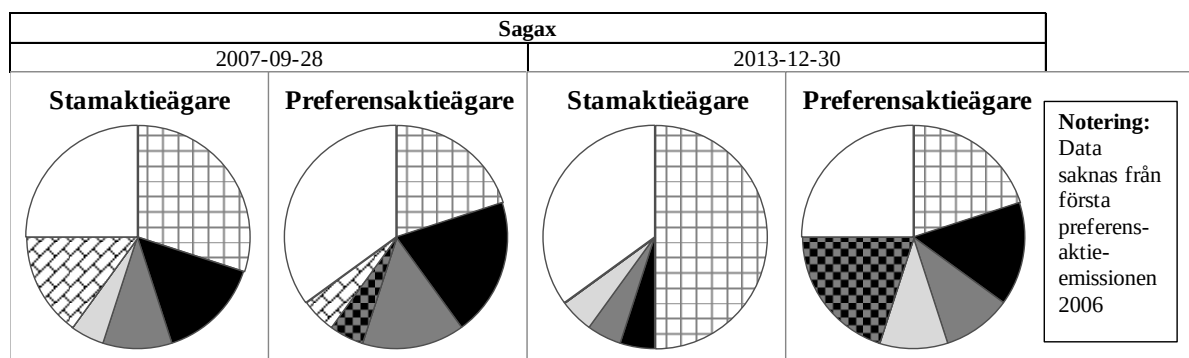
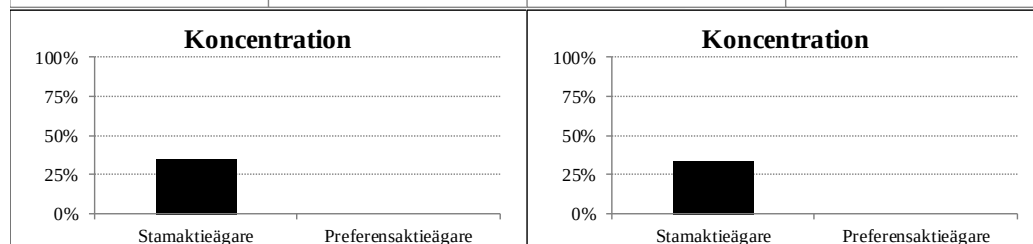
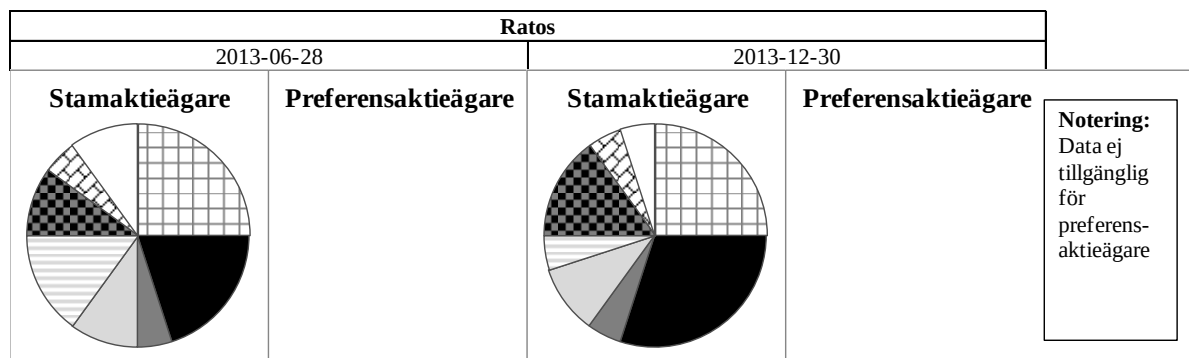
▤ rörelseintressent

■ stiftelse

□ övrigt







8.2 Register över största stam- och preferensaktieägare per företag och datum

Företag	Datum	Ägare	Ägar-klass-ificering	Företag	Datum	Ägare	Ägar-klass-ificering
Balder	110630	Selin Erik company	familj	Balder	131230	Cohen & Steers Funds	utländsk
Balder	110630	Länsförsäkringar Funds	fond	Balder	131230	Skandia Life Insurance	försäkring
Balder	110630	Arvid Svensson Invest AB	familj	Balder	131230	Swedbank Insurance AB	försäkring
Balder	110630	Swedbank Robur Funds	fond	Balder	131230	Nordnet Pension Insurance	pension
Balder	110630	SHB Funds	fond			AB	
Balder	110630	Second Swedish National Pension Fund	stat	Balder	131230	Danica Pension Försäkrings AB	pension
Balder	110630	Lannebo Funds	fond	Balder	131230	SHB Life Insurance AB	försäkring
Balder	110630	Skandia Life Insurance	försäkring	Balder	131230	Church of Sweden	övrigt
Balder	110630	Rasjö Staffan	familj	Balder	131230	Mercur Agent AB	övrigt
Balder	110630	Kjellberg Göran	familj	Balder	131230	SHB pensionskassa	pension
Balder	110630	Rahi Sharam & company	familj	Balder	131230	SHB Pension Foundation	stiftelse
Balder	110630	National Insurance Scheme Fund	utländsk	Balder	131230	LRF Försäkring AB	försäkring
				Balder	131230	Foundation f Baltic & E	stiftelse
Balder	110630	Swedbank Insurance AB	försäkring			European St	
Balder	110630	Länsförsäkringar Skåne	försäkring	Balder	131230	PPB Holding AB	övrigt
Balder	110630	Odin Funds	utländsk	Balder	131230	Volvo Pension Foundations	stiftelse
Balder	110630	Avanza Pension Insurance AB	pension	Balder	131230	Crafoord Foundation	stiftelse
Balder	110630	DNB Funds (Norway)	utländsk	Balder	131230	JRS Asset Management AB	fond
Balder	110630	SEB Funds	fond	Balder	131230	Ica-Handlarnas Förbund Finans AB	övrigt
Balder	110630	DWS Investments Funds	utländsk	Balder	131230	Kamprad Family Foundation	stiftelse
Balder	110630	Humble Funds	fond	Balder	131230	Olofsson Håkan company	familj
Balder	110630	Nordnet Pension Insurance AB	pension	Balder	131230	Ax:son Johnson Helge	stiftelse
Balder	110630	Danica Pension Försäkrings AB	pension			Foundation	
Balder	110630	Länsförsäkringar Göteborg & Bohuslän	försäkring	Balder	131230	Stockholms Kammarkontor	övrigt
Balder	110630	Nybygget pensionsstiftelse	stiftelse	Corem	100303	Arnhult Rutger company	familj
Balder	110630	Church of Sweden	övrigt	Corem	100303	Balder AB	rörelse-intressent
Balder	110630	Lantbrukarnas Ekonomi AB	övrigt				
Balder	110630	Foundation f Baltic & E	stiftelse	Corem	100303	Allba Holding AB	övrigt
		European St		Corem	100303	Länsförsäkringar Funds	fond
Balder	110630	Granen Fastighets AB	övrigt	Corem	100303	Gårdarke Invest AB	övrigt
Balder	110630	Crafoord Foundation	stiftelse	Corem	100303	Tillman Patrik company	familj
Balder	110630	Traction AB	övrigt	Corem	100303	SHB Funds	fond
Balder	110630	D. Carnegie AB	övrigt	Corem	100303	Nordea Life Insurance	försäkring
Balder	110630	Carnegie Investment Bank AB	fond	Corem	100303	Foundation f Baltic & E	stiftelse
						European St	
Balder	110630	Aktie-Ansvar Funds	fond	Corem	100303	Grönhagen Förvaltning AB	övrigt
Balder	110630	LRF Försäkring AB	försäkring	Corem	100303	Hollytree Förvaltning AB	övrigt
Balder	110630	Alcur Fund	fond	Corem	100303	IS Invest AB	övrigt
Balder	131230	Selin Erik company	familj	Corem	100303	Swedbank Robur Funds	fond
Balder	131230	Arvid Svensson Invest AB	familj	Corem	100303	Skandia Life Insurance	försäkring
Balder	131230	Länsförsäkringar Funds	fond	Corem	100303	Knowledge Foundation	stiftelse
Balder	131230	Swedbank Robur Funds	fond	Corem	100303	D. Carnegie AB	övrigt
Balder	131230	SHB Funds	fond	Corem	100303	Avanza Pension Insurance AB	pension
Balder	131230	Norges Bank Investment Management	utländsk				
Balder	131230	Lannebo Funds	fond	Corem	100303	Catella Funds	fond
Balder	131230	Second Swedish National Pension Fund	stat	Corem	100303	Jensen Ingvar	familj
				Corem	100303	Lönn Mikael	familj
Balder	131230	SEB Funds	fond	Corem	131230	Arnhult Rutger company	familj
Balder	131230	Rahi Sharam & company	familj	Corem	131230	SEB Life International Assurance Ltd	försäkring
Balder	131230	Henderson Funds	utländsk	Corem	131230	Länsförsäkringar Funds	fond
Balder	131230	Avanza Pension Insurance AB	pension	Corem	131230	Swedbank Robur Funds	fond
Balder	131230	Länsförsäkringar Skåne	försäkring	Corem	131230	Gårdarke Invest AB	övrigt
Balder	131230	TR Property Investment Trust	utländsk	Corem	131230	Allba Holding AB	övrigt
Balder	131230	National Insurance Scheme Fund	utländsk	Corem	131230	Norges Bank Investment Management	utländsk
				Corem	131230	Aktie-Ansvar Funds	fond
Balder	131230	Nordea Funds	fond	Corem	131230	Pomona-gruppen AB	övrigt
Balder	131230	AMF Insurance & Funds	fond	Corem	131230	Skandia Life Insurance	försäkring
				Corem	131230	Nordea Life Insurance	försäkring
						Sweden AB	

Corem	131230	Tillman Patrik company	familj	Eniro	131230	Henderson Funds	utländsk
Corem	131230	Odin Funds	utländsk	Eniro	131230	Avanza Pension Insurance AB	pension
Corem	131230	Gårdarike AB	övrigt				
Corem	131230	Alfred Berg Funds (Sweden)	fond	Eniro	131230	Arnhög Mats company	familj
				Eniro	131230	SHB Funds	fond
Corem	131230	Wiman Henric company	familj	Eniro	131230	Nordnet Pension Insurance AB	pension
Corem	131230	Humble Funds	fond				
Corem	131230	SHB Funds	fond	Eniro	131230	Third Swedish National Pension Fund	stat pension
Corem	131230	Avanza Pension Insurance AB	pension	Eniro	131230	Nordea Life Insurance Sweden AB	försäkring
Corem	131230	Jensen Ingvar	familj	Eniro	131230	Foundation f Baltic & E European St	stiftelse
Corem	131230	Nordnet Pension Insurance AB	pension				
Corem	131230	Catella Funds	fond	Eniro	131230	Second Swedish National Pension Fund	stat pension
Corem	131230	Swedbank Insurance AB	försäkring	Eniro	131230	Johansson Christer	familj
Corem	131230	FW Förvaltning AB	övrigt	Eniro	131230	Fraim-Sefastsson Ing-Marie	familj
Corem	131230	LRF Försäkring AB	försäkring				
Corem	131230	Ica-Handlarnas Förbund Finans AB	övrigt	Eniro	131230	Danica Pension Försäkrings AB	försäkring
Corem	131230	Kamprad Family Foundation	stiftelse	Eniro	131230	SEB AB	fond
Corem	131230	Kommunal Pension Foundation	stiftelse	Eniro	131230	Jarnheimer Lars-Johan	familj
				Eniro	131230	Alfred Berg Funds (Sweden)	fond
Corem	131230	Stockholms Universitet Poolen	övrigt	Eniro	131230	Sensor fonder	fond
Corem	131230	Frimuraresamhället i Linköping	övrigt	Eniro	131230	Fastigoföretagens fond	fond
				Eniro	131230	Ica-Handlarnas Förbund Finans AB	övrigt
Corem	131230	Mellersta Norrlands pensionsstift	stiftelse	Eniro	131230	Rosvall Carl company	familj
Corem	131230	Fastigoföretagens fond	fond	Eniro	131230	Apotekets Pension Foundation	stiftelse
Eniro	120928	Persson Staffan & company	familj	Eniro	131230	Malmsten G Revision AB p st	stiftelse
Eniro	120928	Länsförsäkringar Funds	fond	Eniro	131230	Stena Metall Finans AB	övrigt
Eniro	120928	Danske Invest Funds (Sweden)	fond	Eniro	131230	Volvo Pension Foundations	stiftelse
Eniro	120928	Swedbank Robur Funds	fond				
Eniro	120928	Unionen	övrigt	Eniro	131230	MBG International AB	övrigt
Eniro	120928	Avanza Pension Insurance AB	pension	Eniro	131230	Eikos AB	övrigt
				Eniro	131230	SHR-Fondförvaltning	fond
Eniro	120928	Gladiator Fund	fond	Fast Partner	130628	Johansson Sven-Olof company	familj
Eniro	120928	Arnhög Mats company	familj				
Eniro	120928	Nordnet Pension Insurance AB	pension	Fast Partner	130628	Länsförsäkringar Funds	fond
				Fast Partner	130628	Nordea Funds	fond
Eniro	120928	Case Asset Management Funds	fond	Fast Partner	130628	Swedbank Robur Funds	fond
				Fast Partner	130628	Kamprad Ingvar	familj
Eniro	120928	Home Capital AB	övrigt	Fast Partner	130628	Kamprad Family Foundation	stiftelse
Eniro	120928	Stena Finans AB	övrigt				
Eniro	120928	DFA Funds (USA)	utländsk	Fast Partner	130628	Fourth Swedish National Pension Fund	stat pension
Eniro	120928	Ponderus Securities AB	övrigt	Fast Partner	130628	Lundmark & Co Funds	fond
Eniro	120928	Seventh Swedish National Pension Fun	stat pension	Fast Partner	130628	Avanza Pension Insurance AB	pension
Eniro	120928	Swedbank Insurance AB	försäkring				
Eniro	120928	Ström Anders company	familj	Fast Partner	130628	SHB Funds	fond
Eniro	120928	SEB AB	fond	Fast Partner	130628	Bokenberger Lars-Åke	familj
Eniro	120928	Foundation f Baltic & E European St	stiftelse	Fast Partner	130628	Fagerholm Carl	familj
				Fast Partner	130628	Bengt Olssons Affärsjuridik AB	övrigt
Eniro	120928	Norges Bank Investment Management	utländsk				
				Fast Partner	130628	Molin Björn	familj
Eniro	120928	Eikos AB	övrigt	Fast Partner	130628	Lindberg Gunnar company	familj
Eniro	120928	Rosvall Carl company	familj	Fast Partner	130628	Second Swedish National Pension Fund	stat pension
Eniro	120928	ICA Gruppen AB	övrigt				
Eniro	120928	RAM One Fund	fond	Fast Partner	130628	Wicksén Bengt o bolag	familj
Eniro	120928	Granen Fastighets AB	övrigt	Fast Partner	130628	Lillemor Design Holding AB	övrigt
Eniro	120928	Mitteregger Erik company	familj				
Eniro	131230	Persson Staffan company	familj	Fast Partner	130628	Olsson Bengt	familj
Eniro	131230	Swedbank Robur Funds	fond	Fast Partner	130628	Verksamhetskultur Y AB	övrigt
Eniro	131230	Danske Invest Funds (Sweden)	fond	Fast Partner	130628	Carnegie Funds (Sweden)	fond
				Fast Partner	130628	Ica-Handlarnas Förbund Finans AB	övrigt
Eniro	131230	Odey Funds (GB)	utländsk				
Eniro	131230	Unionen	övrigt	Fast Partner	130628	Catella Funds	fond
Eniro	131230	Norges Bank Investment Management	utländsk	Fast Partner	130628	SEB-Foundation	stiftelse
				Fast Partner	130628	Crafoord Foundation	stiftelse
Eniro	131230	DFA Funds (USA)	utländsk	Fast Partner	130628	Knowledge Foundation	stiftelse
Eniro	131230	Fidelity Funds	utländsk	Fast Partner	130628	Suollovaara Invest AB	övrigt
Eniro	131230	Länsförsäkringar Funds	fond	Fast Partner	130628	Spar Hotel AB	övrigt
Eniro	131230	Home Capital AB	övrigt	Fast Partner	130628	OnOff AB	övrigt

Fast Partner	130628	Ax:son Johnson Helge Foundation	stiftelse	Klövern	120127	Second Swedish National Pension Fund	stat pension
Fast Partner	130628	Volvo Pension Foundations	stiftelse	Klövern	120127	Fourth Swedish National Pension Fund	stat pension
Fast Partner	130628	Incoss AB	övrigt	Klövern	120127	Third Swedish National Pension Fund	stat pension
Fast Partner	130628	Batten AB	övrigt	Klövern	120127	Skandia Life Insurance	försäkring
Fast Partner	130628	Kayab AB	övrigt	Klövern	120127	Norman Bengt	familj
Fast Partner	130628	Lommen Holding AB	övrigt	Klövern	120127	Catella Funds	fond
Fast Partner	130628	Länsförsäkringar Uppsala	försäkring	Klövern	120127	Gårdarke Invest AB	övrigt
Fast Partner	130628	Aktie-Ansvar Funds	fond	Klövern	120127	Wiman Henric company	familj
Fast Partner	131230	Johansson Sven-Olof company	familj	Klövern	120127	Klövern AB vinstandelsstiftelse	stiftelse
Fast Partner	131230	Länsförsäkringar Funds	fond	Klövern	131230	Corem Property Group AB	rörelse-intressent
Fast Partner	131230	Nordea Funds	fond	Klövern	131230	Arvid Svensson Invest AB	familj
Fast Partner	131230	Swedbank Robur Funds	fond	Klövern	131230	Arnhult Rutger company	familj
Fast Partner	131230	SEB Life International Assurance Ltd	försäkring	Klövern	131230	Länsförsäkringar Funds	fond
Fast Partner	131230	Kamprad Family Foundation	stiftelse	Klövern	131230	Swedbank Robur Funds	fond
Fast Partner	131230	Fourth Swedish National Pension Fund	stat pension	Klövern	131230	SHB Funds	fond
Fast Partner	131230	Lundmark & Co Funds	fond	Klövern	131230	Norges Bank Investment Management	utländsk
Fast Partner	131230	Nordea Life & Pensions S.A.	försäkring	Klövern	131230	SEB Funds	fond
Fast Partner	131230	Avanza Pension Insurance AB	pension	Klövern	131230	Avanza Pension Insurance AB	pension
Fast Partner	131230	SHB Funds	fond	Klövern	131230	Aktie-Ansvar Funds	fond
Fast Partner	131230	Bokenberger Lars-Åke	familj	Klövern	131230	Nordea Funds	fond
Fast Partner	131230	Fagerholm Carl	familj	Klövern	131230	BlackRock Inc.	utländsk
Fast Partner	131230	Bengt Olssons Affärsjuridik AB	övrigt	Klövern	131230	Swedbank Insurance AB	försäkring
Fast Partner	131230	Lindberg Gunnar company	familj	Klövern	131230	Klövern AB vinstandelsstiftelse	stiftelse
Fast Partner	131230	Molin Björn	familj	Klövern	131230	Skandia Funds	fond
Fast Partner	131230	Wicksén Bengt o bolag	familj	Klövern	131230	Wiman Henric company	familj
Fast Partner	131230	Olsson Bengt	familj	Klövern	131230	Odin Funds	utländsk
Fast Partner	131230	Verksamhetskultur Y AB	övrigt	Klövern	131230	Alfred Berg Funds (Sweden)	fond
Fast Partner	131230	Lillemor Design Holding AB	övrigt	Klövern	131230	SEB Trygg Life Insurance	försäkring
Fast Partner	131230	Carnegie Funds (Sweden)	fond	Klövern	131230	Skandia Life Insurance	försäkring
Fast Partner	131230	SHB Life Insurance AB	försäkring	Klövern	131230	Nordnet Pension Insurance AB	pension
Fast Partner	131230	Ica-Handlarnas Förbund Finans AB	övrigt	Klövern	131230	Ica-Handlarnas Förbund Finans AB	övrigt
Fast Partner	131230	Catella Funds	fond	Klövern	131230	Cormac Förvaltnings AB	övrigt
Fast Partner	131230	SEB-Foundation	stiftelse	Klövern	131230	Didner & Gerge Funds	fond
Fast Partner	131230	Crafoord Foundation	stiftelse	Klövern	131230	Lantbrukarnas Ekonomi AB	övrigt
Fast Partner	131230	Ax:son Johnson Helge Foundation	familj	Klövern	131230	PPB Holding AB	familj
Fast Partner	131230	Suolovaara Invest AB	övrigt	Klövern	131230	Brandelius Ingbritt bolag	familj
Fast Partner	131230	Swedish Order of Freemasons	övrigt	Klövern	131230	SEB-Foundation	stiftelse
Fast Partner	131230	Volvo Pension Foundations	stiftelse	Klövern	131230	ZEBUB Förvaltnings AB	övrigt
Fast Partner	131230	Carlsson Hugo Foundation	stiftelse	Klövern	131230	Crafoord Foundation	stiftelse
Fast Partner	131230	OnOff AB	övrigt	Klövern	131230	Bjerke Karl Foundation	stiftelse
Fast Partner	131230	Lawski Sven o L fond	fond	Klövern	131230	Royal Physiographic Society	övrigt
Fast Partner	131230	Batten AB	övrigt	Klövern	131230	Lundmark & Co Funds	fond
Fast Partner	131230	Länsförsäkringar Uppsala	försäkring	Klövern	131230	Kamprad Family Foundation	stiftelse
Fast Partner	131230	Lommen Holding AB	övrigt	Klövern	131230	Kommunal Pension Foundation	stiftelse
Fast Partner	131230	Kronprinsessan Margareta Foundation	stiftelse	Ratos	130628	Söderberg Torsten Foundation	stiftelse
Fast Partner	131230	ADB Invest AB	övrigt	Ratos	130628	Söderberg Ragnar Foundation	stiftelse
Klövern	120127	Corem Property Group AB	rörelse-intressent	Ratos	130628	Akademiinvest AB	övrigt
Klövern	120127	Arvid Svensson Invest AB	familj	Ratos	130628	SHB Funds	fond
Klövern	120127	Arnhult Rutger company	familj	Ratos	130628	Avanza Pension Insurance AB	pension
Klövern	120127	Brinova Fastigheter AB	övrigt	Ratos	130628	Second Swedish National Pension Fund	stat pension
Klövern	120127	Länsförsäkringar Funds	fond	Ratos	130628	SEB Funds	fond
Klövern	120127	Swedbank Robur Funds	fond	Ratos	130628	Confederation of Swedish Enterprise	övrigt
Klövern	120127	Länsförsäkringar Södermanland	försäkring	Ratos	130628	Stenhammar Olof & company	familj
Klövern	120127	Norges Bank Investment Management	utländsk	Ratos	130628	Alecta	försäkring
Klövern	120127	SHB Funds	fond	Ratos	130628	Söderberg Lars	familj
Klövern	120127	Hermelin Gustaf & company	familj	Ratos	130628		
Klövern	120127	SEB Funds	fond	Ratos	130628		

Ratos	130628	Fourth Swedish National Pension Fund	stat pension	Sagax	070928	Stillström Bengt	familj
Ratos	130628	Third Swedish National Pension Fund	stat pension	Sagax	070928	Johansson Sven-Olof	familj
Ratos	130628	Söderbaum Katarina	familj	Sagax	070928	Traction AB	övrigt
Ratos	130628	Montgomery Barbro	familj	Sagax	070928	Tell Staffan	familj
Ratos	130628	Danske Invest Funds (Sweden)	fond	Sagax	070928	Carlsson Svante company	familj
Ratos	130628	Nordnet Pension Insurance AB	pension	Sagax	070928	STN Förvaltning AB	övrigt
Ratos	130628	Söderberg Marie & company	familj	Sagax	070928	SHT Carl Michael stiftelse	stiftelse
Ratos	130628	Swedbank Robur Funds	fond	Sagax	070928	Rehnström Allan Fastighets AB	övrigt
Ratos	130628	Norges Bank Investment Management	utländsk	Sagax	070928	Stockholms Universitet	övrigt
Ratos	131230	Söderberg Torsten Foundation	stiftelse	Sagax	131230	Poolen	familj
Ratos	131230	Söderberg Ragnar Foundation	stiftelse	Sagax	131230	Mindus David company	familj
Ratos	131230	SHB Funds	fond	Sagax	131230	Arnhult Rutger company	familj
Ratos	131230	Avanza Pension Insurance AB	pension	Sagax	131230	Salénia Holding AB	övrigt
Ratos	131230	SEB Funds	fond	Sagax	131230	Duco AB	övrigt
Ratos	131230	Swedbank Robur Funds	fond	Sagax	131230	Swedbank Robur Funds	fond
Ratos	131230	Uppsala Universitets stiftelseförv	stiftelse	Sagax	131230	Selin Erik company	familj
Ratos	131230	Danske Invest Funds (Sweden)	fond	Sagax	131230	Sifonen AB	övrigt
Ratos	131230	Confederation of Swedish Enterprise	övrigt	Sagax	131230	Gårdarke Invest AB	övrigt
Ratos	131230	Stenhammar Olof & company	familj	Sagax	131230	Engelbert Filip company	familj
Ratos	131230	Alecta	försäkring	Sagax	131230	Larsson Göran E company	familj
Ratos	131230	Second Swedish National Pension Fund	stat pension	Sagax	131230	Thorell Johan company	familj
Ratos	131230	Söderberg Lars	familj	Sagax	131230	Artelis Förvaltning AB	övrigt
Ratos	131230	Norges Bank Investment Management	utländsk	Sagax	131230	Stockholm Realty Förvaltning AB	övrigt
Ratos	131230	Söderbaum Katarina	familj	Sagax	131230	Skandia Life Insurance	försäkring
Ratos	131230	Nordnet Pension Insurance AB	pension	Sagax	131230	Ljungberg Åke company	familj
Ratos	131230	Montgomery Barbro	familj	Sagax	131230	Kersby Claes	familj
Ratos	131230	Länsförsäkringar Funds	fond	Sagax	131230	Nordnet Pension Insurance AB	pension
Ratos	131230	Söderberg Marie & company	familj	Sagax	131230	Ingo Invest AB	övrigt
Ratos	131230	Nordea Funds	fond	Sagax	131230	Ingvarsson Lars	familj
Sagax	070928	Mindus David company	familj	Sagax	131230	Hessius Johan company	familj
Sagax	070928	Thorell Johan	familj	Sagax	131230	Avanza Pension Insurance AB	pension
Sagax	070928	Länsförsäkringar Funds	fond	Sagax	131230	Swedbank Insurance AB	försäkring
Sagax	070928	Salénia Holding AB	övrigt	Sagax	131230	Movestic Livförsäkring AB	försäkring
Sagax	070928	Skandia Life Insurance	försäkring	Sagax	131230	SEB AB	fond
Sagax	070928	Aktie-Ansvar Funds	fond	Sagax	131230	Catella Funds	fond
Sagax	070928	Sabis Invest AB	övrigt	Sagax	131230	Stockholms Sjukhem	övrigt
Sagax	070928	Odin Funds	utländsk	Sagax	131230	Brummer Patrik	familj
Sagax	070928	Alandia Insurance AB	utländsk	Sagax	131230	Lantbrukarnas Ekonomi AB	övrigt
Sagax	070928	Selin Erik	familj	Sagax	131230	Ica-Handlarnas Förbund	övrigt
Sagax	070928	Rasjö Staffan	familj	Sagax	131230	Finans AB	familj
Sagax	070928	Duco AB	övrigt	Sagax	131230	PPB Holding AB	familj
Sagax	070928	Swedbank Robur Funds	fond	Sagax	131230	Alcur Fund	fond
Sagax	070928	Örruds Mekaniska AB	övrigt	Sagax	131230	Swedish Cancer Society	övrigt
Sagax	070928	Lönn Mikael	familj	Sagax	131230	Kamprad Family Foundation	stiftelse
Sagax	070928	Stockholm Realty Förvaltning AB	övrigt	Sagax	131230	Kommunal Pension Foundation	stiftelse
Sagax	070928	Redarnas Försäkring	utländsk	Sagax	131230	Vingcar Holding AB	familj
Sagax	070928	Nordnet Pension Insurance AB	pension	Sagax	131230	Foundation f Baltic & E European St	stiftelse
Sagax	070928	Moderna Försäkringar Sak AB	försäkring	Sagax	131230	EOJ 1933 AB	övrigt
Sagax	070928	Ljungberg Åke	familj	Sagax	131230	Bjerke Karl Foundation	stiftelse
Sagax	070928	Moderna Finance AB	försäkring	Sagax	131230	Dingizian Greg company	familj
Sagax	070928	Lindqvist B&S Fastighets AB	övrigt	Sagax	131230	Foundation f Baltic & E European St	stiftelse
Sagax	070928	Catella Funds	fond	Sagax	131230	Olofsson Dan company	familj
Sagax	070928	Fast Partner AB	övrigt	Sagax	131230	Lundmark & Co Funds	fond
Sagax	070928	Nordea Funds	fond	Sagax	131230	Ninalpha AB	övrigt
Sagax	070928	Bliwa Life Insurance	försäkring	Sagax	131230	Selin Erik	familj
				Sagax	131230	Robina Holding Ltd	familj
				Sagax	131230	Bevelin Peter company	familj
				Sagax	131230	Er-Ho Fastigheter AB	övrigt
				Sagax	131230	Mühlrad Ralph	familj
				Sagax	131230	Gälö Foundation	stiftelse
				Sagax	131230	Plotek Bernt company	familj
				Sagax	131230	Poursamad Amir	familj
				Sagax	131230	Fogelvik Holding AB	övrigt
				Sagax	131230	Sten Lennart	familj
				Sagax	131230	Skyddsprodukter i Sverige AB	övrigt

Victoria Park	130930	Danica Pension Försäkrings AB	pension	Victoria Park	131230	Bevelin Peter company	familj
Victoria Park	130930	Forsiva AB	övrigt	Victoria Park	131230	Mühlrad Ralph	familj
Victoria Park	130930	Hägg Mikael	familj	Victoria Park	131230	Gålö Foundation	stiftelse
Victoria Park	130930	Nordic Nls Longlife Solutions AB	övrigt	Victoria Park	131230	Poursamad Amir	familj
Victoria Park	130930	Avanza Pension Insurance AB	pension	Victoria Park	131230	Fogelvik Holding AB	övrigt
Victoria Park	130930	Forsén Bo	familj	Victoria Park	131230	Sten Lennart	familj
Victoria Park	130930	Swedbank Insurance AB	försäkring	Victoria Park	131230	Danica Pension Försäkrings AB	pension
Victoria Park	130930	Prästlönätillgångar i Strängnäs	övrigt	Victoria Park	131230	Skyddsprodukter i Sverige AB	övrigt
Victoria Park	130930	Nordnet Pension Insurance AB	pension	Victoria Park	131230	Plotek Bernt company	familj
Victoria Park	130930	Sjögren Arne Ingvar	familj	Victoria Park	131230	Forsiva AB	övrigt
Victoria Park	130930	JRS Asset Management AB	fond	Victoria Park	131230	Hägg Mikael	familj
Victoria Park	130930	Kommunal Pension Foundation	stiftelse	Victoria Park	131230	Nordic Nls Longlife Solutions AB	övrigt
Victoria Park	130930	Sthlms Kyrkliga Sjömansvård	övrigt	Victoria Park	131230	Avanza Pension Insurance AB	pension
Victoria Park	130930	Krikar Invest AB	övrigt	Victoria Park	131230	Forsén Bo	familj
Victoria Park	130930	Picolit AB	övrigt	Victoria Park	131230	Swedbank Insurance AB	försäkring
Victoria Park	130930	SEKO	övrigt	Victoria Park	131230	Prästlönätillgångar i Strängnäs	övrigt
Victoria Park	130930	Fastigoföretagens fond	fond	Victoria Park	131230	Nordnet Pension Insurance AB	pension
Victoria Park	130930	Wicksén Bengt bolag	familj	Victoria Park	131230	Hain Jan bolag	familj
Victoria Park	130930	Stockholm Food Trading AB	övrigt	Victoria Park	131230	Sjögren Arne Ingvar	familj
Victoria Park	130930	Extrico AB	övrigt	Victoria Park	131230	JRS Asset Management AB	fond
Victoria Park	130930	Askenäs Säteri AB	övrigt	Victoria Park	131230	Kommunal Pension Foundation	stiftelse
Victoria Park	130930	Kihlberg Jarl company	familj	Victoria Park	131230	Fastigoföretagens fond	fond
Victoria Park	131230	Dingizian Greg company	familj	Victoria Park	131230	Sthlms Kyrkliga Sjömansvård	övrigt
Victoria Park	131230	Foundation f Baltic & E European St	stiftelse	Victoria Park	131230	Krikar Invest AB	övrigt
Victoria Park	131230	Olofsson Dan company	familj	Victoria Park	131230	SEKO	övrigt
Victoria Park	131230	Lundmark & Co Funds	fond	Victoria Park	131230	Hembergs Förvaltnings AB	övrigt
Victoria Park	131230	Ninalpha AB	övrigt	Victoria Park	131230	Stockholm Food Trading AB	övrigt
Victoria Park	131230	Selin Erik	familj	Victoria Park	131230	Extrico AB	övrigt
Victoria Park	131230	Er-Ho Fastigheter AB	övrigt	Victoria Park	131230	Askenäs Säteri AB	övrigt
Victoria Park	131230	Robina Holding Ltd	familj	Victoria Park	131230	Kihlberg Jarl company	familj