



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Johan Jernryd

Försvarsstrategier mot fientliga
företagsförvärv
– särskilt vid offentliga uppköpserbjudanden.

Examensarbete
20 poäng

Handledare
Universitetslektor Katarina Olsson

Associationsrätt/Börsrätt

Termin
VT 06

Innehåll

SAMMANFATTNING	1
FÖRORD	2
FÖRKORTNINGAR	3
1 INLEDNING	4
1.1 Bakgrund	4
1.2 Syfte och avgränsningar	6
1.3 Metod	6
1.4 Disposition	8
2 ÖVERTAGANDE AV KONTROLL	9
2.1 Olika typer av kontroll	9
2.2 Indelning av olika typer av företagsförvärv	10
3 DET JURIDISKA RAMVERKET	12
3.1 Aktiebolagslagen och annan offentlig reglering	12
3.2 Marknadsplatsernas självreglering	13
3.2.1 Näringslivets Börskommitté	13
3.2.2 Aktiemarknadsnämnden	14
3.3 EG-rättslig reglering	15
4 FÖRVÄRVSPROCESSEN	17
4.1 Förvärvsprocessens olika faser	17
4.2 Tillvägagångssätt vid förvärv av aktier	17
5 MOTIV TILL OCH STRATEGI VID FÖRETAGSFÖRVÄRV	20
5.1 Motiv till att förvärva företag	20

5.1.1	Strukturella motiv	21
5.1.1.1	Stordriftsfördelar och synergieffekter	21
5.1.1.2	Reducering av överkapacitet	22
5.1.1.3	Ersätta en ineffektiv ledning	22
5.1.2	Maktmotiv	23
5.1.2.1	Ledningsinterna motiv	23
5.1.2.2	Företaget förvärvas av den egna ledningen	23
5.1.3	Finansiella motiv	24
5.1.3.1	Företagsförvärv baserat på asymmetriskt fördelad information	25
5.1.3.2	Diversifiering	25
5.1.3.3	Förvärv av specifika tillgångar	26
5.1.3.4	Företagets marknadsposition	26
5.1.3.5	Skattemässiga effekter	26
5.2	Strategier vid företagsförvärv	27
5.2.1	Olika strategier	27
5.2.2	Några antaganden om strategier vid företagsförvärv	27
6	FÖRSVARSTRATEGIER VID FIENTLIGT UPPKÖPSERBJUDANDE OCH MOTIV TILL DESSA	29
6.1	Några motiv till att vidta försvarsåtgärder	29
6.2	Principiella överväganden vid val av försvarsstrategi	30
6.3	Möjliga försvarsstrategier före det att ett fientligt uppköpserbjudande lagts	31
6.3.1	Försvarsåtgärder i bolagsordningen	32
6.3.1.1	Avvärja förvärvarens kontroll över styrelsen	32
6.3.1.2	Att införa differentierad och inskränkt rösträtt	33
6.3.1.3	Erbjudandeplikt	35
6.3.1.4	Föryttringsbegränsning	36
6.3.2	Försvarsåtgärder genom emission	37
6.3.2.1	Inåtriktade giftpiller	37
6.3.2.2	Utåtriktade giftpiller	38
6.3.3	Strukturella försvarsåtgärder	38
6.3.3.1	Konkurrensrättsligt skydd	39
6.3.3.2	Tillståndspliktig verksamhet	39
6.3.3.3	Etablering av stiftelser	40
6.3.4	Försvarsåtgärder i avtal	40
6.3.4.1	Emission av aktier till utomstående företag	41
6.3.4.2	Korsvist ägande	42
6.3.4.3	Förmånliga anställnings- och avgångsvederlag	42
6.4	Möjliga försvarsstrategier efter det att ett fientligt uppköpserbjudande lagts	43
6.4.1	Försvarsåtgärder genom aktieförvärv	44
6.4.1.1	Indirekt förvärv av egna aktier	44
6.4.1.2	Förvärv av aktier genom gemensamt företag	45
6.4.1.3	Aktieförvärv i förvärvande företag	45
6.4.2	Andra typer av försvarsåtgärder	46
6.4.2.1	Avyttring av målföretagets tillgångar	46
6.4.2.2	Insamling av fullmakter	47
6.4.2.3	Aktieägaravtal	48
6.4.2.4	Att fördröja förvärvsprocessen genom att vidta rättsliga åtgärder	48

6.5	Resumé	49
7	DE LEGE FERENDA	50
7.1	Direktivets konsekvenser	50
7.2	Begränsad rätt till att vidta försvarsåtgärder	51
7.3	Bestämmelse om genombrott i bolagsordningen	52
7.4	Bestämmelse om budplikt	53
8	AVSLUTANDE REFLEKTIONER	54
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	57

Sammanfattning

Det svenska näringslivet har sedan föregående sekels början genomgått en omfattande strukturell förändringsprocess varvid företagsförvärv, dvs. att kontrollen över företaget övergår till annan, blivit en alltmer vanlig företeelse. Ett vanligt tillvägagångssätt vid företagsförvärv är att ett offentligt erbjudande riktas till aktieägarna i det företag som förvärvet avser, det s.k. målföretaget. Om ledningen för målföretaget av en eller annan anledning inte anser sig kunna rekommendera aktieägarna att anta erbjudandet bedöms det som "fientligt". Detta innebär att ledningen kan initiera eller vidta en eller flera försvarsåtgärder.

Syftet med denna uppsats är att mot bakgrund av olika motiv till företagsförvärv redogöra för de försvarsstrategier som ledningen för ett målföretag kan initiera eller vidta för att motarbeta ett fientligt företagsförvärv. Syftet är dessutom att redovisa de lagar och regler som aktualiseras vid vidtagandet av försvarsåtgärder.

Uppsatsen är ett resultat av käll- och litteraturstudier enligt traditionell rättsdogmatisk metod. Det material jag har använt mig av är litteratur inom associations- och börsrätt och därtill tillämpliga lagar.

Försvarsstrategier som ett målföretag har att tillgå kan delas in i två olika kategorier beroende på om de vidtas *före* eller *efter* att erbjudandet har lagts. Möjliga försvarsåtgärder *före* ett uppköpserbjudande är bl.a. att olika typer av inskränkningar förs in i bolagsordningen, att särskilda villkor krävs för verksamheten eller att företaget tecknar avtal med utomstående. Försvarsåtgärder *efter* det att ett erbjudande lagts innebär i huvudsak olika typer av aktieförvärv. Indelningen av försvarsåtgärderna är i huvudsak analytisk. I det konkreta fallet kan dock gränserna vara flytande. Detta innebär att vissa åtgärder, om än i olika utsträckning, kan vara tillämpliga både före och efter det att ett erbjudande lagts.

De försvarsåtgärder som redovisats i uppsatsen har företrädesvis sitt ursprung i U.S.A. och England. Beroende på skilda regelsystem kan de enskilda försvarsåtgärderna därför vara mer eller mindre tillämpliga för svenskt vidkommande med nuvarande svenska reglering. Vid en djupare granskning av tillämpliga lagar och den självreglering som utarbetats av marknadsaktörer framgår det att det finns såväl stöd som begränsningar för företagens möjligheter att vidta en viss försvarsåtgärd. Ett visst förtydligande av området kan dock väntas i samband med den kommande implementeringen av takeover-direktivet, bl.a. genom att vissa delar av befintlig självreglering tydliggörs och förs in i en ny lag.

Förord

När jag nu avslutar mitt examensarbete finns det många jag vill tacka. Till en början vill rikta ett stort tack till min handledare universitetslektor Katarina Olsson som på ett föredömligt och inspirerande sätt stöttat mig i skrivandet av denna uppsats.

Jag vill även ta tillfället i akt och rikta ett stort tack till min familj för allt det stöd jag fått under min studietid.

Lund i maj 2006

Johan Jernryd

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551)
AmN	Aktiemarknadsnämnden
AvtL	Lag (1915:218) om avtal och andra rättshandlingar
BolagsV	Bolagsverket
Eng.	Engelsk benämning
EU	Europeiska Unionen
FI	Finansinspektionen
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
JT	Juridisk tidskrift
KL	Konkurrenslag (1993:20)
LBC	Lag (1992:543) om börs- och clearingsverksamhet
LHF	Lag (1991:980) om handel med finansiella instrument
NBK	Näringslivets börskommitté
NBKOE	Näringslivets börskommittés regler om Offentliga Erbjudanden
NGM	Nordic Growth Market
NJA	Nytt juridiskt arkiv, avd 1
Prop.	Proposition
SL	Stiftelselag (1994:1220)
SOU	Statens offentliga utredning
TrL	Lag (1967:531) om tryggande av pensionsutfästelse m.m
VD	Verkställande direktör

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Företagsförvärv har sedan slutet av 1800-talet kommit att utgöra ett viktigt och betydelsefullt inslag i svenskt näringsliv. Särskilt synbar blev denna utveckling under 1920 och 30-talet då ett stort antal förvärv genomfördes, företrädesvis av små och relativt nyetablerade företag.¹ Nästkommande decennier låg förvärvsaktiviteten på en förhållandevis låg nivå men ökade i omfattning i samband med den stora strukturomvandlingen i mitten av 1960-talet. Av flera uppmärksammade förvärv från denna tid kan bl.a. nämnas Gränges förvärv av Svenska Metallverken och SAAB:s förvärv av Scania-Vabis.

Även 1970 och 80-talet kännetecknades av en hög och utbredd förvärvsaktivitet. Under den senare delen av denna period kom förvärven att omfatta allt större företag jämfört med tidigare.²

Från 1990-talet och framåt har antalet förvärv i Sverige fortsatt att öka och kommer enligt flera bedömare sannolikt fortsätta göra så inom överskådlig framtid.³ Även internationellt har en ökad förvärvsaktivitet kommit att noteras⁴.

Förvärven under 1990-talet och framöver har, från att i huvudsak ha omfattat inhemska förvärv, allt mer kommit att även gälla internationella företag och aktörer.

Det svenska näringslivet har successivt kommit att karaktäriseras av en ständigt pågående strukturerings-, omvandlings- och internationaliseringsprocess. Marknadens behov och efterfrågan av nya produkter och tjänster bidrar dels till etableringen av nya företag, dels till att befintliga företag tvingas anpassa sig eller ytterst avvecklas. Detta skapar olika motiv till att uppköpserbjudanden läggs och företag förvärvas.

En mer precis definition av begreppet företagsförvärv saknas, enligt vad jag kunnat finna, i svensk litteratur. Begreppet brukar i utländsk litteratur förbindas med situationer i vilka kontrollen över ett företag helt eller delvis

¹ SOU 1990:1, s. 15.

² Ibid., s. 18.

³ Jmf. Juhlin, s. 6.

⁴ I en undersökning genomförd i maj och juni 2004 av managementföretaget Accenture tillfrågades fler än 100 högre chefer inom större företag i Europa, Nordamerika, Sydamerika och Asien om deras förvärvsaktiviteter. Mer än 70 procent av företagsledarna angav att de hade förvärvat företag alternativt avsåg att göra detta under de närmast kommande 12 månaderna (http://www.accenture.com/Countries/Sweden/About_Accenture/Newsroom/OkatUndersokning.htm).

tagits över av en enskild fysisk eller juridisk person. Detta kan ske genom att företagets resurser köps upp eller att förvärvaren på ett eller annat sätt direkt eller indirekt får kontroll över företaget. Ett förvärv kan ses som en process med en början, ett genomförande och ett slut, varför begreppet förvärv kan ses som ett samlande begrepp för förvärvsprocessens samlade faser. Begreppet förvärv används i denna uppsats som ett samlande begrepp för dessa olika faser om annat inte anges.⁵ Dessutom avser begreppet förvärvare primärt en juridisk person och inte en fysisk person.

Vid förvärv av ett företag kan tre olika tillvägagångssätt urskiljas. Ett av dem är köp av företagets aktier över börs. Denna möjlighet att förvärva ett företag och på så sätt få kontroll över det är ofta begränsad. Detta framförallt beroende på att ett mer omfattande köp av aktier i princip måste offentliggöras och därigenom ofta leder till kraftiga kursstegringar.⁶

Ett förvärv av företag kan även ske genom s.k. partiellt riktat erbjudande om köp av aktier. Detta tillvägagångssätt innebär att ett bud riktas till ett begränsat antal enskilda eller grupper av aktieägare. Förvärvsformen förutsätter dock att om förvärvet överstiger en viss andel (30 procent) av företagets totala antal aktier så måste den som lämnat ett partiellt bud gå ut med ett s.k. offentligt erbjudande.⁷

Offentligt erbjudande innebär att en budgivare ger ett bud till ett företags samtliga aktieägare om att förvärva deras aktier eller andra finansiella instrument knutna till företaget.⁸ Det offentliga erbjudandet kan variera i omfattning och beskaffenhet, exempelvis kan erbjudandet vara begränsat till att endast omfatta ett visst antal aktier i företaget eller ett visst aktieslag.⁹ Beroende på förvärvets omfattning och karaktär får budgivaren varierande möjligheter till kontroll över företaget.

När ett bud om förvärv läggs på ett s.k. målföretag¹⁰, är det ytterst dess aktieägare efter rekommendation av ledningen¹¹ som avgör om budet skall accepteras eller inte.¹² Om ledningen i sin rekommendation till aktieägarna avvisar budet betraktas det som fientligt. Dessutom betraktas budet som

⁵ Jmf. Rabinowitz, para 103.

⁶ Krüger, s. 201.

⁷ Offentliga erbjudande benämns på engelska ”take over-bid” och på amerikanska ”tender offer”.

⁸ Ett offentligt erbjudande kan även innefatta konvertibler, teckningsoptioner, vinstandelsbevis, emissionsrätter och andra finansiella instrument som målföretaget utgivit eller som på annat sätt är knutna till målföretaget.

⁹ Kågerman, s. 223.

¹⁰ Det företag vars finansiella instrument omfattas av erbjudandet benämns vanligtvis målföretag.

¹¹ I uppsatsen används ”ledning” som ett samlat begrepp för styrelse och verkställande direktör. Trots att benämningen inte är vedertaget i svensk lagstiftning, används begreppet med hänsyn till att verkställande direktör normalt är det drivande kraften i försvaret av målföretaget och att styrelsen fattar de formella besluten om försvarsåtgärder. Beroende på försvarsåtgärdernas karaktär kan beslut sedermera komma att verkställas direkt eller efter bolagsstämans bifall om lag eller bolagsordning så kräver (Jonsson, s. 887).

¹² Kågerman, s. 223.

fientligt om det framlagts utan föregående förhandlingar mellan budgivaren och ledningen eller om dessa strandar.¹³

För att förhindra fientliga förvärv har ett företag möjlighet att utveckla och använda sig av olika försvarsstrategier. Med begreppet försvarsstrategier avses sådana åtgärder som ett företag kan vidta i syfte att motverka att kontrollen över det övergår till någon utomstående utan att sittande ledning har samtyckt till detta.¹⁴

1.2 Syfte och avgränsningar

Syftet med uppsatsen är att mot bakgrund av olika motiv till företagsförvärv redogöra för de försvarsstrategier som ledningen för ett målföretag kan initiera eller vidta för att motarbeta ett fientligt företagsförvärv. Syftet är dessutom att redovisa de lagar och regler som är tillämpbara vid vidtagandet av försvarsåtgärder.

Uppsatsen avgränsas primärt till att behandla försvarsstrategier i samband med offentliga erbjudanden. Vidare behandlar jag i uppsatsen endast den köpardrivna transaktionen, dvs. den transaktion då köparen tar initiativet och driver processen framåt. Med transaktion avses här endast förvärv där köpobjektet utgörs av målföretagets aktier (eller andelar). Transaktioner som avser företagets rörelse behandlas inte.

I uppsatsen kommer ingen åtskillnad att göras mellan inhemska och gränsöverskridande transaktioner. Således kan parterna i transaktionen tillhöra samma eller olika jurisdiktion. Lagstiftningen och bestämmelserna avseende företagsförvärv skiljer sig dock åt i olika länder. Denna uppsats tar sin utgångspunkt i svensk rätt, vilket innebär att jag förbehåller mig rätten att endast undantagsvis beskriva de utländska bestämmelserna.

1.3 Metod

Uppsatsen är ett resultat av käll- och litteraturstudier enligt traditionell rättsdogmatisk metod. Som underlag för uppsatsen har jag använt mig av litteratur inom associations- och börsrätt och därtill tillämpliga lagar.

De lagar som idag finns behandlar i begränsad utsträckning det område som denna uppsats fokuserar på. Dessutom återfinns de bestämmelser som i olika hänseende kan aktualiseras inom området i skilda delar av lagstiftningen.

¹³ Öster, s. 63.

¹⁴ SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 53.

Då det generellt sett saknas tillämplig lag har detta fått till följd att aktiemarknaden till stor del blivit föremål för en självreglering. Självregleringen, som är civilrättsligt bindande, tar sin utgångspunkt i olika regler och bestämmelser utformade av bl.a. Näringslivets börskommitté (NBK) och utgör en av grunderna i denna uppsats.¹⁵ En del av NBK:s regler föreslås i proposition 2005/06:140 om ”Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden” att införas i en ny lag.¹⁶

NBK:s regler är i vissa delar generellt formulerade. I uppsatsen har jag därför beaktat kommentarerna till NBK:s regler. Dessutom har jag beaktat Aktiemarknadsnämndens (AmN) tolkning av dessa regler då den tillsatts för att tolka tillämpningen av reglerna i det konkreta fallet.

De regler, bestämmelser och lagar som hänvisas till i uppsatsen har jag betraktat som primärkällor. Kommentarer och AmN:s tolkningar har jag bedömt som sekundärkällor, varför de fått en mer underordnad roll i framställningen. Att de fått en mer underordnad roll hör samman med att de som framställt dessa företräder olika intressen. De är således inte objektiva i bemärkelsen fakta, utan de kan ses som ”teoriladdade”.¹⁷ Samtidigt är en stor del av litteraturen av äldre datum varför innehållet i denna måste värderas i relation till det synsätt som gällde då de skrevs. I framställningen har ambitionen därför varit att inta ett kritiskt förhållningssätt till dessa källor.

Flertalet av de försvarsåtgärder som redovisas i uppsatsen har ursprungligen utarbetats och tillämpats i U.S.A. eller i England.¹⁸ Detta innebär att åtgärdernas tillämpbarhet i Sverige kan vara begränsade. Därför har jag i uppsatsen ställt dem i relation till nuvarande gällande regelsystem och reflekterat över deras tillämpbarhet.

Uppsatsen är framförallt deskriptiv med betoning på nu gällande lagar och regler. Dock har uppsatsen även ett de lege ferenda-perspektiv då den behandlar det förslag på ny lagstiftning som lagts fram och kan förväntas ha betydelse för företagens framtida agerande vid fientliga förvärv.¹⁹ Dessutom bör det understrykas att uppsatsen bygger framförallt på principiella överväganden och inte på specifika sådana.

¹⁵ www.naringslivetsborskommitte.se/regler/Takeover_20030901_v3.pdf.

¹⁶ Förslaget antogs den 17 maj 2006 och kommer att träda ikraft fr.o.m. den 1 juli 2006 (<http://www.riksdagen.se/Webbnav/index.aspx?nid=7175&nr=29&utsk=LU&rm=2005/0>).

¹⁷ Med teoriladdad avses att texterna återspeglar författarens perspektiv, dvs. utgångspunkter (Alvesson, s. 49 f.).

¹⁸ Då flera av begreppen hämtade från U.S.A. eller England saknar en vedertagen svensk motsvarighet har jag valt att i direkt anslutning till den svenska termen redovisa den engelska inom parentes.

¹⁹ Prop. 2005/06:140.

1.4 Disposition

Uppsatsen inleds med en redogörelse för de lagar och bestämmelser som tillsammans med marknadsplatsernas självreglering reglerar tillvägagångssättet vid såväl fientliga som icke fientliga företagsförvärv. Av dessa är det framför allt ABL:s och NBK:s regler samt den funktion AmN har vid offentliga uppköpserbjudande, som är av betydelse. Det juridiska ramverket samt de motiv som finns för företagsförvärv utgör den bakgrund mot vilka möjliga försvarsåtgärder såväl före som efter det att ett fientligt uppköpserbjudande lagt analyseras och diskuteras i relation till respektive åtgärd.

I prop. 2005/06:140 föreslås att delar av det inom EG-rätten framtagna Takeover-direktivet tillsammans med NBK:s regler förs in i en ny lag för offentliga uppköpserbjudanden. Konsekvenserna av detta förslag diskuteras. Uppsatsen avslutas med några övergripande reflektioner om nuvarande och framtida reglering för planering och genomförande av försvarsåtgärder i relation till bl.a. den associationsrättsliga likhetsprincipen och principen om aktiers fria omsättningsbarhet.

2 Övertagande av kontroll

Det finns flera skäl till att en fysisk eller en juridisk person väljer att förvärva aktier i ett företag. Ett motiv till anskaffningen av aktier kan vara att förvärvaren genom de ekonomiska befogenheterna som är knutna till aktierna vill erhålla avkastning, t.ex. genom en utdelning eller ekonomisk värdetillväxt. Ett annat motiv kan vara att förvärvaren genom aktieinnehavet vill uppnå kontroll över målföretagets organisation och verksamhet.²⁰ Denna typ av motiv ger innehavaren förvaltningsbefogenheter, vilka har betydelse för maktförhållandena i företaget, t.ex. vid stämmobeslut.²¹ Graden av kontroll över stämman är beroende av aktieinnehavets storlek och dess röstantal.

2.1 Olika typer av kontroll

Vid företagsförvärv är det primärt förvaltningsbefogenheterna och därmed möjligheterna att få någon form av kontroll över målföretaget som eftersträvas. Kontrollen kan erhållas på olika sätt, vilka Lucy Smith delar in i fem olika huvudtyper.²²

En av dessa är ledningskontroll. Denna form av kontroll uppnås antingen genom att förvärvaren självständigt förvärvar aktier i sådan utsträckning att han kontrollerar stämmobesluten eller att han genom juridiska konstruktioner samverkar med andra vid valet av ledning. Denna typ av kontroll är betydelsefull i och med att kompetensfördelningen i ABL tillskriver företagets ledning både exekutiv kompetens och ansvar för företagets löpande förvaltningsbeslut röranden dess organisation, affärsverksamhet m.m.²³

En annan typ av kontroll kan uppnås genom olika juridiska konstruktioner med andra aktieägare i målföretaget. Ett exempel på en juridisk konstruktion är upprättandet av aktieägaravtal. En aktieägare, som inte innehar en majoritetskontroll, kan genom att teckna ett aktieägaravtal med andra aktieägare vinna kontroll över stämmobesluten och därigenom målföretaget. Denna form av kontroll är dock förenad med osäkerhet mot bakgrund av att tagna beslut vid stämman förblir giltiga även om någon av aktieägarna bryter mot det ingångna avtalet vid omröstningen.

Minoritetskontroll är ett annat sätt att få inflytande över målföretaget. Härmed avses kontroll över företaget utan att aktieinnehavaren innehar en majoritet av rösterna i detta. Möjligheterna till att få en minoritetskontroll föreligger främst i större företag med spridd ägarkrets där majoriteten av

²⁰ Sandström, s. 136 f.

²¹ Ibid., s. 137 ff.

²² Smith, s. 20 f.

²³ Sandström, s. 172.

ägarna inte deltar vid bolagsstämman. Denna form av kontroll anses dock vara förenad med stor osäkerhet.

Enligt Smith kan en köpare uppnå kontroll genom att anskaffa aktier i sådan utsträckning att han eller hon erhåller s.k. majoritetskontroll. En förutsättning för majoritetskontroll är att bolagsordningen inte föreskriver en röstbegränsning, utan att antalet röster motsvarar aktieägarens antal aktier som han eller hon äger eller företräder.²⁴ Majoritetskontroll kan således uppnås genom att en enskild aktieägare innehar merparten, dvs. över 50 procent eller att han lyckas samla mer än 50 procent av rösterna. Denna typ av kontroll är dock inte fullständig då det finns ärenden som med hänsyn till bl.a. minoritetsskyddet i ABL kräver kvalificerad majoritet (dvs. mer än två tredjedelar av rösterna vid stämman) för att beslut skall kunna fattas. Kvalificerad majoritet krävs t.ex. vid ändring av bolagsordningen eller aktiekapital.²⁵

Ett tredje tillvägagångssätt är enligt Smith att erhålla fullständig kontroll av målföretagets verksamhet och organisation genom att förvärva samtliga aktier i företaget.

Orsakerna till att en juridisk person eftersträvar att kontrollera ett annat företag varierar och därmed även möjligheterna till inflytande och ytterst ett övertagande av målföretaget. Motiven till att förvärva ett annat företag eller delar därav skiljer sig åt. Eftersträvar en köpare att förvärva målföretaget i syfte att expandera genom t.ex. sammangående är en fullständig kontroll över målföretaget en förutsättning. För att uppnå detta är, som nämnts tidigare, det offentligt riktade erbjudandet den vanligaste och mest framkomliga vägen.

2.2 Indelning av olika typer av företagsförvärv

Förvärv av ett annat företag kan, beroende på företagens inbördes relation till varandra, delas in i tre olika typer.

Ett förvärv på det horisontella planet innebär att två företag befinner sig på samma ”nivå” i produktions- eller distributionskedjan. Syftet med denna typ av förvärv är ofta att förvärvaren eftersträvar att uppnå olika synergieffekter och stordriftsfördelar.²⁶ Ett annat skäl till horisontella förvärv kan vara att förvärvaren vill förenkla den egna etableringen på en ny marknad.²⁷ Förvärvet kan även vara motiverat av att minska konkurrensen inom den egna marknaden.

²⁴ 7 kap. 8 § ABL.

²⁵ 7 kap. 42 § ABL.

²⁶ Se Kap. 5.1.1.1 ”Stordriftsfördelar och synergieffekter”.

²⁷ Olve, s. 26.

En annan typ av förvärv är det vertikala. Med vertikala förvärv avses kontrollövertagande över ett företag som befinner sig på en annan ”nivå” i produktions- eller distributionskedjan, t.ex. en underleverantör eller distributör. Syftet med denna typ av förvärv är ofta att köparen genom förvärvet eftersträvar ökad kontroll över produktionslinjen genom att göra sig mindre beroende av andra.

Konglomerata förvärv avser förvärv av företag som förvärvaren sedan tidigare varken har haft en vertikal eller horisontell relation till. Syftet med denna typ av förvärv är ofta att förvärvaren vill vidga den egna verksamheten och samtidigt genom en ökad diversifiering minska den branschspecifika risken.²⁸

Den konglomerata förvärvsstrategin ansågs värdeskapande under 1970-talet men har under senare tid fått en alltmer undanskymd roll. Istället har många företag valt att renodla den egna verksamheten. Ett skäl till detta är att konglomerat med alltför skilda verksamheter anses komplexa och svåra att kontrollera.²⁹

²⁸ Se kap. 5.1.3.2 “Diversifiering”.

²⁹ Hopt, s. 22.

3 Det juridiska ramverket

Inom svensk rätt saknas för närvarande en samlad och tydlig lag som reglerar och styr tillvägagångssättet vid såväl icke fientliga som fientliga företagsförvärv.³⁰ De lagbestämmelser som kan komma att aktualiseras vid förvärvsprocessen och vid ett eventuellt samgående mellan aktiebolag har istället kommit att placeras inom skilda delar av lagstiftningen. Inom associationsrätten finns t.ex. bestämmelser som förutom att göra aktiebolag till en lämplig ekonomisk verksamhet även syftar till att skydda dess borgenärer och minoritetsägare. Även andra lagstiftningsområden kan aktualiseras vid fientliga och icke fientliga företagsförvärv, t.ex. konkurrensrättens bestämmelser till skydd för konsumenter och näringsidkare.³¹

Gemensamt för bestämmelserna är att de bygger på vissa grundläggande principer, bl.a. likhetsprincipen och principen om aktiernas fria omsättningsbarhet. Med likhetsprincipen avses att aktier av samma slag är likställda enligt ABL om inte annat angivits i bolagsordningen. Sammantaget sätter regelverken och principerna en gräns för vad som anses tillåtet och erbjuder därigenom ett visst mått av skydd för olika aktörer mot de tänkbara negativa konsekvenser som kan följa av ett företagsförvärv.³²

Avsaknaden av en uttrycklig lagreglering har, som tidigare redovisats, föranlett att området blivit föremål för en omfattande självreglering, bl.a. genom NBK:s regler vid offentliga erbjudande om aktieförvärv. Därutöver finns även marknadsplatsernas regler och uttalanden från AMN.

Sammantaget är lagstiftningens bestämmelser och självregleringen inte bara av betydelse för tillvägagångssättet vid företagsförvärv utan även för vilka avvärjningsmetoder som kan användas för att förebygga och förhindra ett fientligt sådant. Nedanstående framställning kommer, i enlighet med den avgränsning som gjorts, primärt att behandla den lagstiftning och den självreglering som aktualiseras i samband med förvärv genom offentligt erbjudande.

3.1 Aktiebolagslagen och annan offentlig reglering

ABL innehåller ett flertal betydelsefulla bestämmelser och principer som kan komma att aktualiseras i samband med ett offentligt erbjudande.

³⁰ SOU 2005:58, s. 53.

³¹ Konkurrenslag (1993:20).

³² SOU 1990:1, s. 117.

Enligt den grundläggande principen om företagets kompetensfördelning och förvaltning är det dess aktieägare som ytterst är beslutsfattarna i företaget genom att deras röster avgör de beslut som fattas på stämman.³³ Stämman utser företagets ledning och preciserar i stor utsträckning ledningens befogenheter.

Mellan stämmorna har dock ledningen erhållit viss exekutiv kompetens för att kunna utöva de övergripande förvaltningsbesluten, t.ex. av affärsverksamhetens inriktning. Ur förvärvssynpunkt är det angeläget att få kontroll över den exekutiva kompetens ledningen har tilldelats.³⁴

I anknytning till att ett offentligt erbjudande läggs kan även annan offentlig reglering komma att aktualiseras, t.ex. bestämmelserna i lagen om handel med finansiella instrument (LHF) vid upprättande och utformande av prospekt. I dessa stadgas bl.a. att den som lämnar ett erbjudande om försäljning av finansiella instrument skall lämna detta till Finansinspektionen för godkännande och registrering.³⁵

3.2 Marknadsplatsernas självreglering

3.2.1 Näringslivets Börskommitté

En viktig aktör för självregleringen är NBK som bildades år 1966 av Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare. NBK:s uppgift var då att ge rekommendationer för vad som kunde anses vara god sed inom aktiemarknaden.³⁶ År 1971 utfärdades de första rekommendationerna avseende offentliga uppköpserbjudande om aktieförvärv. Dessa utformades efter förlaga av den brittiska regleringen ”City Code on Takeovers and Mergers” och kan närmast beskrivas såsom börsetiska normer. NBK:s rekommendationer har sedan de utfärdades reviderats ett flertal gånger. I samband med senaste revideringen år 2003 beslutade NBK att begreppet rekommendation framledes skulle ersättas med begreppet ”regel” i syfte att vara mer förpliktigande.

NBK:s regler är intagna som en del av Stockholmsbörsens, NGM:s och Aktietorget's noteringsavtal med de företag vilkas aktier är noterade på respektive marknadsplats.³⁷

Till noteringsavtalet finns det en rad regler knutna, bl.a. regeln om budplikt och regeln om informationsplikt i samband med ett offentligt uppköpserbjudande. Informationsplikt vid uppköpserbjudande syftar bl.a.

³³ SOU 1990:1, s. 118.

³⁴ Jmf. kap. 2 ”Övertagande av kontroll”.

³⁵ 2 kap. 25-26 §§ LHF.

³⁶ <http://www.nbk.ihb.se/om.htm>.

³⁷ SOU 2005:58, s. 54.

till att säkerställa en likabehandling och ett gott investerarskydd så att aktieägarna under så bra förutsättningar som möjligt kan ta ställning till erbjudandet.³⁸

Reglerna i noteringsavtalet kan formellt betraktas såsom rekommendationer, eftersom de inte är direkt bindande för markandens alla aktörer. Men reglerna utgör en viktig grund för den rättsverkan som förpliktigar företagen att följa delar av självregleringen.³⁹

Bedömningen av om brott mot reglerna i noteringsavtalet föreligger eller inte avgörs av en disciplinnämnd. Denna är utsedd av börserna styrelse. Vid beslut om påföljd har nämnden att följa lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet (LBC) samt Finansinspektionens föreskrifter (FFFS) om disciplinnämnd för börser.

Bedöms förseelsen som mindre allvarlig eller ursäktlig kan företaget åläggas vite eller meddelas en varning.⁴⁰ Om företaget inte följer de regler som noteringsavtalet hänvisar till och överträdelsen bedöms som särskilt allvarlig riskerar företaget i yttersta fall att avnoteras från börserna.

Reglerna knutna till noteringsavtalet kan anses ange ramarna för det handlingsutrymme och de möjligheter till försvarsåtgärder som en ledning för ett målföretag har i samband med ett erbjudande läggs. Till exempel begränsas ledningens möjligheter att utan stämmans samtycke vidta försvarsåtgärder som kan komma att äventyra ett sådant erbjudande.⁴¹

3.2.2 Aktiemarknadsnämnden

För att komplettera NBK med ett organ som kan uttala sig i enskilda fall beslöt NBK:s huvudmän, Stockholms Handelskammare och Sveriges Industriförbund år 1986 att tillsätta Nämnden för aktiemarknadsfrågor, AmN. AmN har som främsta uppgift att genom tolkning av NBK:s regler utveckla praxis till stöd och skydd för marknadens aktörer och en god sed på den svenska aktiemarknaden. Till förebild för instiftandet av AmN har den brittiska nämnden ”The Panel on Takeovers and mergers” i London legat.

De ärenden som behandlas av AmN kan initieras på eget initiativ eller efter framställan från utomstående, t.ex. målföretag, budgivare, domstol, annan myndighet eller börserna styrelsen. Som riktlinje för om nämnden skall behandla ärendet eller inte är att det kan anses vara av principiell natur eller ha praktisk betydelse för aktiemarknaden.⁴²

³⁸ Moberg, s. 150.

³⁹ Sandström, s. 165.

⁴⁰ SOU 2005:58, s. 55.

⁴¹ NBKOE II.16.

⁴² <http://www.aktiemarknadsnamnden.se/>.

Nämndens uttalande skall offentliggöras, om inte särskilda skäl föreligger. Med särskilda skäl avses att ärendet avser en planerad men ännu inte genomförd åtgärd. Dock kan nämnden avvika från detta undantag om ärendet är av särskild vikt för främjandet av god sed och om företaget först anonymiseras. Genom en avidentifiering av företaget tillgodoser nämnden intresset av att offentliggöra uppgifterna samtidigt som nämnden undgår att röja eventuella företagshemligheter. Det uttalande som nämnden gör kan inte överklagas.⁴³

AmN har inga formella sanktionsmedel till sitt förfogande. Företag noterade på Stockholmsbörsen är ändå bundna av NBK:s regler genom noteringsavtalet. Detta medför att en aktör i egenskap av budgivare eller målföretag är avtalsrättsligt bundna till reglerna och att en överträdelse kan medföra disciplinära påföljder.⁴⁴

I samband med offentliga erbjudanden intar AmN en central roll. Förutom av att vara tolkande av NBK:s regler är AmN även ett dispensprövande organ. En granskning av nämndens uttalanden visar att närmre 2/3 av dessa gäller uppköpserbjudanden. Dessa gäller vanligen dispens från enskilda regler om budplikt. I de fall dispens medges förenas denna med särskilda villkor, t.ex. att aktieägare senare och inom en viss tid måste avyttra eller på annat sätt minska sitt innehav till en nivå under budplikten som är 30 procent.⁴⁵

3.3 EG-rättslig reglering

Inom EG-rätten finns det idag en rad olika direktiv som tillsammans syftar till en bolagsrättslig harmonisering. Av dessa är det främst det 13:e förslaget till direktiv som kan komma att få betydelse vid ett övertagande.⁴⁶ Förslaget finns redovisat i proposition 2005/06:140 om Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

Det 13:e direktivet, det s.k. Takeover-direktivet, är ett resultat av flera års förhandlingar mellan Europaparlamentet och EU:s medlemsländer. Vid utformningen av detta har den brittiska regleringen tjänat som materiell förebild. Ett syfte med direktivet är att garantera de aktieägare, som är föremål för ett offentligt uppköpserbjudande, en rättvis och rimlig behandling. Samtidigt syftar det till att möjliggöra sunda omstruktureringar inom näringslivet.⁴⁷

Eftersom direktivet har till syfte att primärt upprätta och säkerställa en minimiharmonisering, erbjuds medlemsländerna en möjlighet till mer

⁴³ Prop. 2005/06:140, s. 39.

⁴⁴ SOU 2005:58, s. 58.

⁴⁵ NBKOE I.2.

⁴⁶ Direktiv 2004/25/EG.

⁴⁷ Jmf. Direktiv 2004/25/EG p.2 och 9.

långtgående reglering än vad som följer av direktivet.⁴⁸ Implementeringen av direktivet kan ske genom offentlig reglering, uppförandekod eller annan självreglering under förutsättning att regleringen fastställs av instanser som bemyndigats att verka för en reglering av marknaderna för ”takeover” erbjudanden.

Direktivet innehåller både fakultativa och tvingande bestämmelser som syftar till att undanröja hinder mot genomförandet av uppköpserbjudanden. Exempelvis föreslås bestämmelser som begränsar styrelsens möjligheter att vidta försvarsåtgärder. Detta kan i framtiden få betydelse för när och vilka försvarsåtgärder som är möjliga att vidta, vilket kommer att redovisas mer ingående i kapitel 7 ”De lege ferenda”.

Avslutningsvis bör även nämnas att det 5:e direktivet, kallat ”strukturdirektivet”, efter eventuell implementering kan komma att aktualiseras i samband med ett övertagande. Detta eftersom direktivet enligt förslaget behandlar ett aktiebolags förvaltning genom att ange regler om bl.a. ledningen och aktiers röstvärde.⁴⁹

⁴⁸ SOU 2005:58, s. 10.

⁴⁹ Sandström, s. 28.

4 Förvärvsprocessen

4.1 Förvärvsprocessens olika faser

Övertagande av kontroll av ett annat företag kan i stort delar in i tre olika faser. Den första fasen är den strategiska som syftar till att fastställa motiven till företagsförvärv och förvärvsstrategi. Den andra fasen utgörs av den s.k. transaktionsfasen. Under denna fas görs en bedömning och värdering av hur de målsättningar som ligger till grund för transaktionen formellt skall kunna genomföras. Därefter följer integrationsfasen, vilken syftar till att samordna eller på annat sätt fastställa relationerna mellan förvärvarens företag och målföretagets.⁵⁰

4.2 Tillvägagångssätt vid förvärv av aktier

Oberoende av om ett förvärv kan betraktas som icke fientligt eller fientligt kan, som inledningsvis har nämnts, tre olika tillvägagångssätt urskiljas. Dessa är köp av aktier över börs, genom partiellt erbjudande eller ett offentligt riktat erbjudande.

Om köp görs över börs och därvid avser fem procent eller mer av målföretagets aktier aktualiseras bl.a. NBK:s s.k. flaggningsregler rörande offentliggörande vid förvärv och överlåtelse av aktier. Dessa regler föreskriver att ett företag som själv eller genom närstående köper eller säljer aktier i ett svenskt börsföretag i sådan utsträckning att innehavet motsvarar nivåerna 5, 10, 15 etc. upp till 90 procent av röst eller kapitalgränserna i målföretaget skall offentliggöra detta.⁵¹ Syftet med reglerna är att tillgodose principen om att aktiehandeln skall vara öppen, korrekt och omedelbar.⁵² Därför föreskrivs i NBK:s flaggningsregler att ett offentliggörande av förvärvet måste ske senast en börsdag efter att det genomförts.

Flaggningsplikt kan även föreligga enligt bestämmelserna i LHF.⁵³ De i lagen stipulerade villkoren för offentliggörande är dock generösare än NBK:s regler, då de medger en sju-dagars tidsfrist innan förvärvet eller överlåtelsen måste offentliggöras.⁵⁴

Flaggningsplikten gör att ledningen för ett målföretag har möjlighet att uppmärksamma att aktier förvärvats och därmed göra en bedömning av

⁵⁰ <http://www.juridicum.su.se/jurweb/utbildning/specialkurs/foretagsover/Transaktionsprocessen.pdf>.

⁵¹ NBK:s regler rörande offentliggörande av förvärv och överlåtelser av aktier m.m. II.1.

⁵² Sandström, s. 160 f.

⁵³ 4 kap. 1 § LHF.

⁵⁴ NBK:s bestämmelser stadgar att offentliggörande skall genomföras senast kl. 09:00 dagen efter att transaktionen skett (4 kap. 1 § LHF).

innehavets storlek och dess inverkan på företagets verksamhet.⁵⁵ Samtidigt innebär flaggningsplikten den begränsningen att ett förvärv aktualiseras först efter det att det genomförts, vilket försvårar målföretagets ledning att vidta preventiva försvarsåtgärder.

För att undvika att träffas av flaggningsreglerna i direkt anslutning till förvärvet kan en budgivare välja att avlägga ett s.k. partiellt bud. Syftet med ett sådant bud kan vara att dels undvika flaggningsreglerna, dels minska risken för att målföretagets ledning skall få kännedom om förvärvet och svara med att aktivt motarbeta det eller vidta försvarsåtgärder.⁵⁶ Syftet kan även vara att förhindra att aktiekursen höjs till följd av bl.a. ett ökat intresse för aktien. Om förvärvet avser 30 procent eller mer av målföretagets aktier måste dock NBK:s regler om budplikt följas.⁵⁷ De stadgar att ett offentligt erbjudande måste läggas på resterande aktier i företaget.

Karaktäristiskt för det offentliga erbjudandet är att det riktar sig till ett större antal personer, vilket medför att individuella avtalsbestämmelser mellan budgivare och enskilda personer är omöjliga. Detta har medfört att det offentliga erbjudandet till sin form närmast kan liknas vid ett ensidigt upprättat standardavtal, vilket inte ger anbudstagaren någon möjlighet att påverka innehållet i avtalet. En anbudstagare erbjuds sålunda endast två valmöjligheter, antingen att förkasta budet eller acceptera avtalet i dess befintliga form.⁵⁸

När ett offentligt erbjudande läggs måste budgivaren upprätta och lägga fram ett prospekt.⁵⁹ Enligt 4 kap. 18 § ABL föreligger en skyldighet att upprätta prospekt om ett publikt företag eller en aktieägare i ett sådant företag emitterar eller riktar erbjudandet till en vidare krets att teckna finansiella instrument.⁶⁰ Med begreppet ”vidare krets” avses enligt motivuttalanden till SOU 1971:9 då antalet tecknare eller köpare som berörs av erbjudandet bedöms överstiga tvåhundra personer.⁶¹

Prospektet skall till sin utformning och innehåll följa vissa grundläggande bestämmelser i bl.a. ABL, LBC och LHF. Utöver dessa bestämmelser måste en utgivare av prospekt även beakta Finansinspektionens föreskrifter (FFFS) samt olika branschregler som marknadens aktörer utarbetat.⁶²

Efter att prospektet lämnats till Finansinspektionen för registrering skall det tillsändas alla aktieägare som omfattas av erbjudandet. En budgivare är efter

⁵⁵ Se kap. 6.3 ”Möjliga försvarsstrategier före det att ett offentligt uppköpserbjudande lagts”.

⁵⁶ Jonsson, s. 891.

⁵⁷ NBKOE III.1.

⁵⁸ Jonsson, s. 894.

⁵⁹ NBKOE II.6.

⁶⁰ Finansiella instrument är ett sammanfattande begrepp som används i lagstiftningssammanhang vid reglering av värdepappersmarknaden. Enligt 1 kap. § 1 LHF utgörs finansiella instrument av fondpapper och annan rättighet eller förpliktelse avsedd för handel på värdepappersmarknaden.

⁶¹ SOU 1971:9, s. 80.

⁶² Sandeberg af, s. 81.

det att erbjudandet har offentliggjorts, bunden till vad som anges i prospektet tills dess att acceptfristen löpt ut. Enligt bestämmelserna i FFFS får utsatt acceptfrist inte understiga 3 veckor, om inte budgivaren förbehållit sig rätten att återkalla erbjudandet innan accept avgivits.⁶³

Enligt reglerna i NBKOE måste styrelsen för målföretaget efter att ett erbjudande offentliggjorts uttala sig offentligt om erbjudandet och därvid ange skälen härtill.⁶⁴ Detta skall styrelsen göra i samband med att det offentliga erbjudandet offentliggörs. Även om styrelsen inte anser sig kunna ta ställning till erbjudandet måste de motivera detta. Styrelsens uttalande skall vara neutralt och beakta samtliga aktieägares intressen.⁶⁵

⁶³ NBKOE II.6.

⁶⁴ NBKOE II.14.

⁶⁵ SOU 2005:58, s. 231.

5 Motiv till och strategi vid företagsförvärv

Det finns en rad motiv till varför företagsförvärv genomförs. Motiven gäller såväl om erbjudandet bemöts som icke fientligt eller fientligt. De motiv som en presumtiv förvärvare har kan variera och kan avse hela eller delar av ett målföretag.

De motiv som ligger till grund för budet kan ha betydelse för när och hur ledningen för målföretaget skall agera. Genom att veta vilka motiv en budgivare har och analysera dessa kan målföretagets ledning mer precist välja en lämplig försvarsstrategi. Om exempelvis målföretaget har tillgångar som av presumtiva förvärvare bedöms såsom attraktiva, kan ledningen i preventivt syfte ingå avtal med annan utomstående om en temporär avyttring av tillgångarna i händelse av ett fientligt uppköpserbjudande.

Motiven kan således vara en grund för en mer preciserad försvarsåtgärd. Dock är kännedom om motiven inte en tillräcklig förutsättning, utan den strategi som förvärvaren väljer har även betydelse för vilka åtgärder som skall vidtas eller inte. Motiv och strategi är sammanflätade. Ett motiv är kopplat till varför en viss strategi väljs före andra. Samtidigt ger strategin uttryck för ett eller flera motiv, vilka kan vara mer eller mindre medvetna. Hur motiv och strategi sammantaget uppfattas har betydelse för om erbjudandet eller förvärvet bedöms som fientligt eller inte från målföretagets sida.⁶⁶

5.1 Motiv till att förvärva företag

Motiven kan enligt Öster hänföras till tre olika kategorier.⁶⁷

Den första kategorin består av strukturella motiv, vilka tar sin utgångspunkt i de vinster som bedöms kunna uppkomma genom att målföretagets omstruktureras eller att köparens och säljarens verksamheter samordnas. Den andra kategorin behandlar motiv som har sin grund i ett maktintresse, t.ex. att budgivaren eftersträvar att uppnå marknadsdominans. Slutligen finns en tredje kategori av motiv som har sin utgångspunkt i finansiella överväganden, t.ex. att det råder en diskrepans mellan köparens och säljarens värdering av målföretaget.

Östers indelning av olika motiv är övergripande och generell, varför jag har valt att konkretisera den genom att för varje kategori precisera dessa i olika underkategorier. Jag är dock medveten om att en underkategori skulle kunna

⁶⁶ Jmf. Bruzelius, s. 124.

⁶⁷ Öster, s. 61.

placerats under en annan kategori då gränserna mellan dem många gånger är flytande. Underkategorierna redovisas var och en för sig, men det bör understrykas att ett företagsförvärv sällan sker utifrån ett enskilt motiv, utan kan ofta härledas ur flera olika motiv av varierande styrka. Det vanligaste motivet är dock ett finansiellt/ekonomiskt. Exempelvis kan en köpare genom ett företagsförvärv eftersträva dels att uppnå samordningsvinster, dels stärka sin ställning på marknaden vilket ytterst har sin grund i ekonomiska motiv.

5.1.1 Strukturella motiv

En grundläggande förutsättning för att strukturella motiv skall föreligga är att budgivaren anser att målföretaget innehar och kan tillföra sådana tillgångar som kan medföra samordningsvinster till gagn för den egna verksamheten. Samordningsvinsterna kan gälla effektivitetsförbättringar, förbättrad marknadsposition och/eller resultatutveckling.⁶⁸

5.1.1.1 Stordriftsfördelar och synergieffekter

Stordrift är ett motiv till företagsförvärv då det bedöms kunna leda till ett effektivare resursutnyttjande än om företagen drivits var och en för sig. Av betydelse är även att företagen efter ett sammangående bedöms ges ökade möjligheter att utnyttja resursbesparande och andra odelbara produktionsfaktorer.⁶⁹

Störst effekt av stordrift uppkommer vanligtvis vid horisontella sammangåenden. Dock kan även vertikala sammangåenden resultera i effektförbättringar, t.ex. att transaktionskostnaderna mellan förädlingsleden minskar. Vertikala sammangåenden leder dock vanligen till mindre effektivitetsförbättringar än horisontella.⁷⁰

Ett annat motiv till ett företagsförvärv är att budgivaren vill uppnå s.k. synergieffekter. Med synergieffekter avses främst de positiva effekter som förväntas kunna uppstå då två företag slås samman på ett sådant sätt att det leder till att de gemensamma kostnaderna antingen sjunker eller att den sammanlagda vinsten ökar.⁷¹ En förutsättning för att synergieffekter skall uppkomma är att budgivaren sedan tidigare innehar en verksamhet som kan sammanföras med målföretagets. Starkt förenklat kan den effekt som köparen eftersträvar vid förvärvet uttryckas av formeln $1+1=3$.⁷²

Störst synergieffekt brukar uppstå om det förvärvande företaget verksamhet är kapitalkrävande, då detta kan leda till större besparingar än vad som är

⁶⁸ SOU 1990:1, s. 83.

⁶⁹ Ibid., s. 84.

⁷⁰ <http://www.juridicum.su.se/jurweb/utbildning/specialkurs/foretagsover/Transaktionsprocessen.pdf>.

⁷¹ <http://www.investopedia.com/university/mergers/mergers1.asp>.

⁷² Moberg, s. 152.

möjligt för det enskilda företaget. Om företagen verkar inom en och samma marknad kan stora synergieffekter uppnås bl.a. genom att antalet konkurrerande företag minskar.⁷³

Effekterna av ett sammangående får ofta långtgående inverkan på företagens produktionslinjer och organisationsstrukturer. Företags vars produktionslinjer optimerats kan t.ex. resultera i synergieffekter och därmed att en starkare ställning på marknaden uppnås.⁷⁴

Ett exempel då synergieffekter anses ha legat till grund för förvärvet är Kinneviks köp av skogsföretaget Korsnäs år 1992. Vid tidpunkten för förvärvet hade Korsnäs efter en lönsam ekonomisk utveckling uppbringat ett ansevärt överskott och bedömdes inte vara i behov av några betydande nyinvesteringar. Kinnevik var å andra sidan i trängande behov av nyinvesteringar. Genom att förvärvet fick Kinnevik tillgång till det överskott Korsnäs arbetat upp och kunde därmed säkerställa och tillgodose det investeringsbehov som förelåg i den egna verksamheten.⁷⁵

5.1.1.2 Reducering av överkapacitet

Det huvudsakliga motivet till att förvärva företaget för att reducera överkapacitet är att tillgodose de krav på effektivitet och lönsamhet som marknaden och omgivande konkurrenter framtvingar. Genom att förvärva företag med en bättre produktionsapparat och/eller marknadsposition förväntar sig budgivaren att kunna rationalisera hela eller delar av den egna verksamheten.

Svensk varvsindustri är ett exempel på ett verksamhetsområde inom svenskt näringsliv som i flera fall använt uppköp i syfte att reducera den överkapacitet som uppstått till följd av en ökad utländsk konkurrens.⁷⁶

5.1.1.3 Ersätta en ineffektiv ledning

Att ersätta en befintlig ledning i ett målföretag har sin grund i antagandet att aktiemarknadens värdering av målföretaget är direkt beroende av ledningens agerande. Antagandet bygger således på att det föreligger ett starkt samband mellan ledningens prestationer och effektiviteten i företagets verksamhet. Agerar ledningen för ett företag okvalificerat eller ineffektivt antas således aktiernas värde (som kan sägas utgöra ett mått på företagets ekonomiska situation) understiga dess potentiella värde. Därmed föreligger ett starkt incitament för en utomstående köpare att förvärva målföretaget med föresatsen att ersätta den befintliga ledningen så att företaget skall kunna utveckla sin fulla potential och lönsamhet. Detta motiv har ofta åberopats som förklaring till varför flera större företagsförvärv inom det amerikanska näringslivet genomförts. Exempelvis gjordes det i slutet av 1980- talet ett

⁷³ Moberg, s. 152.

⁷⁴ André, s. 212.

⁷⁵ <http://www.kinnevik.se/default.asp?ML=2810>.

⁷⁶ Moberg, s. 152.

flertal uppmärksammade förvärv inom den amerikanska oljeindustrin, då köparna angav som motiv att befintlig ledning var ineffektiv.⁷⁷

Att ledningens agerande har ett starkt samband med företagets effektivitet har gett upphov till teorier om aktiemarknaden som en marknad för företagskontroll, dvs. en marknad på vilken olika företagsledningar genom förvärvserbjudanden tävlar om kontroll över andra företags resurser.⁷⁸

5.1.2 Maktmotiv

Ett annat motiv till företagsförvärv är att uppnå makt. Begreppet makt är komplext varför en bedömning av om detta motiv föreligger eller inte måste ske utifrån dess sammanhang. Maktmotiv kan variera i styrka, omfattning och inriktning. Motivet kan exempelvis gälla att få kontroll över det egna verksamhetsområdet (företagsinterna maktmotiv) till att omfatta delar eller hela marknader/branscher (företagsexterna maktmotiv).

5.1.2.1 Ledningsinterna motiv

Ett ledningsinternt motiv kan vara att genom förvärv av företag befästa sin egen ställning och komma i åtnjutande av högre anseende och/eller högre ersättningsnivåer i form av t.ex. bonus.⁷⁹ Karaktäristiskt för motivet är att det nödvändigtvis inte har sin grund i ekonomiska rationella överväganden utan mer irrationella sådana.

Ledningsinterna motiv behöver dock inte nödvändigtvis enbart vara betingade av ledningens egenintressen, utan kan även ha som syfte att stärka ledningens och företagets ställning så att det blir mer motståndskraftigt mot eventuellt uppköp.⁸⁰

5.1.2.2 Företaget förvärvas av den egna ledningen

Motiv till denna typ av företagsförvärv ligger ofta i att ledningen för ett företag vill stärka sin kontroll över det. Genom att köpa upp befintliga aktieägare bedömer ledningen att den bättre skall kunna förvalta och utveckla målföretaget än vad som är möjligt vid en spridd ägarkrets. Syftet med förvärvet kan dessutom vara att i ett senare skede sälja eller återintroducera verksamheten med god förtjänst.⁸¹

Förvärvsformen har kommit att användas alltmer i U.S.A. och benämns *Management Buyout* (MBO).⁸² Den finansieras vanligtvis genom att företagets ledning upptar främmande kapital med företagets tillgångar som

⁷⁷ SOU 1990:1, s. 82 f.

⁷⁸ Ibid., s. 83.

⁷⁹ Moberg, s. 152.

⁸⁰ Ibid., s. 152.

⁸¹ Falkman, s. 11.

⁸² <http://www.investopedia.com/terms/m/mbo.asp>.

säkerhet. Finansiering av förvärven sker vanligtvis med stöd av banker (eng. *leveraged buyout*) eller befintliga aktieägare.⁸³ Utvecklingen av MBO i U.S.A. har även gett upphov till en marknad där finansieringen av förvärv sker genom att ett företag ger ut s.k. skräpobligationer (eng. junk-bonds eller high-yield bonds). Begreppet skräpobligationer kommer från att förvärvaren vanligtvis karaktäriseras av en mycket hög skuldsättning och låg kreditvärdighet. Därmed föreligger en hög risk för betalningssvårigheter. Flera analytiker förutspår att Europa inom en snar framtid kommer att gå en liknande utveckling tillmötes.⁸⁴ Dock torde effekterna för svenskt vidkommande vara begränsade med hänsyn till förvärvslåneförbudet i 21 kap. 5-7 §§ ABL. Däri stadgas att ett företag inte får köpas av egna medel och på bekostnad av dess aktiekapital. Förbudet tillämpades redan i det s.k. Suecia fallet, vilket finns redovisat i NJA 1951 s. 6.

5.1.3 Finansiella motiv

Som framgår av benämningen bygger finansiella motiv på bedömningen att målföretaget i en eller annan utsträckning skall komma att tillföra förvärvaren ett visst ekonomiskt värde.

Denna typ av motiv kan som angetts i inledningen av detta kapitel ses som det mest övergripande jämfört med Östers övriga två kategorier.

Om ett företagsförvärv är ekonomisk motiverat eller inte kan beräknas på olika sätt. Exempelvis kan budgivaren använda sig av olika nyckeltal som P/E-tal⁸⁵ eller beräknat substansvärde⁸⁶. Ett annat sätt är att jämföra planerat bud med kostnaden att själv etablera en liknande verksamhet (eng. replacement cost).⁸⁷

Då det finns olika sätt att göra en ekonomisk bedömning på, som vardera tar fasta på vissa faktorer och utesluter andra, är det svårt att uppnå en enhetlig och reell värdering. Dessutom bör det understrykas att en ekonomisk värdering av förvärvsobjektet ofta försvåras av budgivarens begränsade möjligheter att få information om alla de faktorer som har betydelse för värderingen.⁸⁸

⁸³ Andrén, s. 216.

⁸⁴ Ibid., s. 216.

⁸⁵ P/e-talet anger vad en investerare betalar för en krona av den senaste vinsten efter skatt i företaget. P/e-talet beräknas som aktiekursen dividerat med vinst per aktie.

⁸⁶ Substansvärde beräknas utifrån företagets balansräkning och utgörs av marknadsvärdet på dess tillgångar minus skulderna.

⁸⁷ <http://www.investopedia.com/university/mergers/mergers2.asp>.

⁸⁸ Sandeberg af, s. 55.

5.1.3.1 Företagsförvärv baserat på asymmetriskt fördelad information

Att det förvärvande företaget och målföretaget kommer fram till skilda ekonomiska värderingar kan bero på en rad olika saker. Av betydelse är att den information var och en av dem har att tillgå varierar med avseende på tillförlitlighet och betydelse. Dessutom tolkar och värderar parterna informationen olika mot bakgrund av olika mål och preferenser. Till exempel kan en bedömning av företagets framtida lönsamhet påverkas av att parterna uppställt olika avkastningskrav.⁸⁹

Asymmetriskt fördelad information anses av vissa forskare vara större bland mindre onoterade företag än noterade. En förklaring till detta är att en eventuell värderingsdiskrepans mellan det förvärvande företaget och målföretaget utjämnas på en väl fungerade aktiemarknad. Kritik har dock riktats mot denna uppfattning. Kritikerna menar att aktiemarknaden kontinuerligt utsätts för en viss obalans och att en värderingsdiskrepans alltid finns eller kommer att finnas. Till stöd för detta synsätt anges att det i tekniskt innovativa miljöer ofta skapas informationsasymmetrier, vilka leder till olika grad av värderingssvårigheter och värderingsdiskrepanser.⁹⁰

5.1.3.2 Diversifiering

Ett syfte med diversifiering är att företaget vill sprida sina risker genom att inte ensidigt vara beroende av en viss produkt eller en viss geografisk marknad. Ett annat syfte med diversifiering är att företaget har ett behov av att överföra resurser från en stagnerad till en mer expansiv marknad.⁹¹

Diversifiering kan även användas i syfte att genom företagsförvärv minska verksamhetens beroende av konjunkturen och därmed minska risken för insolvens och konkurs. Samtidigt bör det understrykas att förvärv av ett företag och den kostnad detta medför ofta leder till ökad skuldsättning.⁹²

Ett av de mer framträdande exemplen på diversifiering inom svenskt näringsliv är Volvos förvärv av Beijer Invest⁹³ i början av 1980-talet. Genom förvärvet avsåg ledningen för Volvo att minska den egna verksamhetens ensidiga beroende av fordonstillverkning.⁹⁴

Idag är denna typ av företagsförvärv en sällsynt företeelse. Till exempel har Volvo idag valt att renodla sin kärnverksamhet genom att låta sälja eller dela ut sina diversifierade verksamheter till aktieägarna.

⁸⁹ SOU 1990:1, s. 82.

⁹⁰ Ibid., s. 82.

⁹¹ Andréén, s. 212.

⁹² SOU 1990:1, s. 86.

⁹³ Beijer Invest sysslade bl.a. med livsmedel.

⁹⁴ SOU 1990:1, s. 89 f.

5.1.3.3 Förvärv av specifika tillgångar

Ett motiv till företagsförvärv kan vara att budgivaren vill tillägna sig en viss specifik resurs i målföretaget. Detta för att budgivaren själv har begränsade möjligheter eller är oförmögen att skapa likvärdiga resurser. Dessutom kan motivet vara att budgivaren vill undvika tidsödande och omfattande nyinvesteringar, t.ex. i forskning och utveckling.⁹⁵

5.1.3.4 Företagets marknadsposition

En budgivare kan ha som motiv att vid ett företagsförvärv uppnå en bättre lönsamhet genom att stärka sin marknadsposition. Det kan innebära ett ökat inflytande över pris och kvalitet på marknadens produkter. Dessutom kan den stärkta marknadspositionen leda till att begränsa existerande konkurrens eller motverka en förutsedd konkurrensskärpning.⁹⁶

Ett företagsförvärv som väl illustrerar strävan efter en stärkt marknadsposition är läkemedelsföretaget Pharmacias köp av LKB-Produkter AB (LKB). Genom förvärvet fick Pharmacia dels kontrollen över en betydelsefull konkurrent, dels en eliminerad risk att LKB skulle komma att förvärfas av en utländsk intressent som därigenom skulle få möjlighet att etablera sig på den svenska marknaden.⁹⁷

5.1.3.5 Skattemässiga effekter

Ett incitament till företagsförvärv kan vara att det leder till gynnsamma skattemässiga effekter.⁹⁸ Detta incitament är dock inte idag lika betydelsefullt som det var förr. Tidigare fanns möjlighet till förlustutjämning mellan det förvärvande företaget och målföretaget. Förlusterna var då avdragsgilla. Idag är emellertid möjligheten till förlustutjämning genom skatteavdrag begränsad.

Ett historiskt exempel på då ett skattemässigt motiv sannolikt hade betydelse var Electrolux köp av Gränges. Till följd av den stora strukturkrisen på 70- talet hade Gränges lidit avsevärda förluster.⁹⁹ Electrolux betalade en köpeskillning som understeg de ackumulerade förlusterna i Gränges, vilket möjliggjorde en förlustutjämning mellan företagen.¹⁰⁰

⁹⁵ Moberg, s. 151.

⁹⁶ SOU 1990:1, s. 85.

⁹⁷ Ibid., s. 89.

⁹⁸ Ibid., s. 86.

⁹⁹ http://www.finspong.se/1900/Ind_hand/03glansande.htm.

¹⁰⁰ SOU 1990:1, s. 90.

5.2 Strategier vid företagsförvärv

5.2.1 Olika strategier

De motiv ett företag har för ett eller flera andra företag kan ses som mål och delmål för dess verksamhet. För att uppnå dessa mål krävs att ett företag utvecklar strategier riktade såväl in mot den egna verksamheten som mot dess omgivning. Mål och strategier är således ”sammanflätade”. Ett mål kräver en strategi för att kunna uppnås. En strategi måste ha ett mål.

Begreppet strategi har sitt ursprung från det grekiska ordet *strategos*, vilket betyder ”general konst” eller ”krigsföring i stort”. Då begreppet började användas inom företag och dess ledning kom det främst att användas i betydelsen ”konsten att utnyttja resurser i syfte att uppnå företagets mål”.¹⁰¹ Dock har begreppet strategi även andra innebörder. Fem olika sätt att betrakta strategi på redovisas ofta i den ekonomiska och samhällsvetenskapliga litteraturen.¹⁰² Dessa är:

1. Verksamhetens planer för en önskad framtid.
2. Verksamhetens beteende till följd av dess historia.
3. Verksamhetens önskade position på marknaden.
4. Verksamhetens bild av sig själv.
5. Verksamhetens motdrag för att konkurrera med fiender.

Vart och ett av de synsätt som återspeglas i de fem punkterna kan vara mer eller mindre aktuella som grund för ett företags strategi. Men det är viktigt att påpeka att vanligtvis är inte en grund mer framträdande än de andra. De är oftast sammanvävda. Dock har tanken om att se strategi som en medveten och strikt rationell process haft och har stort inflytande som en tankemodell för ett företags verksamhet.¹⁰³ Strategi som ett rationellt beslutsfattande har ofta kallats för en idealmodell då den inte beskriver hur beslut faktiskt fattas utan först och främst hur de borde fattas.¹⁰⁴

5.2.2 Några antaganden om strategier vid företagsförvärv

Ett vanligt antagande inom ekonomisk teori är att ett företag aldrig är självförsörjande utan måste kontinuerligt skaffa sig fler resurser från sin omgivning.¹⁰⁵ Exempel på sådana resurser som verksamheten måste anskaffa är specifika tillgångar i form av råvaror, teknik och kompetens.¹⁰⁶

¹⁰¹ Bruzelius, s. 122.

¹⁰² Nygaard, s. 16.

¹⁰³ Andersson, s. 68 f.

¹⁰⁴ Nygaard, s. 30 f.

¹⁰⁵ Detta är en utgångspunkt i den s.k. resursberoendeteorin (Nygaard, s. 169 f.).

¹⁰⁶ Hatch, s. 102.

Att företaget kontinuerligt är beroende av resurser från sin omgivning medför att det ständigt lever med en kontextuell osäkerhet.¹⁰⁷ För att minska den kontextuella osäkerheten måste företaget välja en strategi som syftar till att reducera företagets resursberoende av sin omgivning. En vanlig förekommande strategi är att tillämpa vertikal och horisontell integration.¹⁰⁸ Genom sammangående med andra företag kan företaget i sin strategi uppnå vissa gynnsamma effekter. Om sammangåendet avser företag inom samma verksamhetsområde kan detta leda till en minskad konkurrens. Dessutom kan företagets möjligheter att styra andra aktörer på marknaden öka. Fusion är särskilt användbart som strategi då ett företag vill reducera sitt beroende av resursstarka intressenter.¹⁰⁹

Ett annat antagande som ofta görs inom ekonomisk teori är att ett företag måste positionera sig i förhållande till sin kontext för att uppnå konkurrensfördelar och överleva.¹¹⁰ Då ett företag vill uppnå en stark position på marknaden, exempelvis vara marknadsledande inom sin bransch, måste de beakta vad som brukar benämnas ”tärande” och ”närande” faktorer.¹¹¹ En faktor av tärande art kan vara den risk som företaget löper att ofrivilligt köpas upp av endera dess leverantörer eller kunder, s.k. framåt- eller bakåtriktad integration. För att minska de tärande faktorernas inverkan kan företaget välja att utveckla en generisk strategi. Denna strategi utgår från att det finns två betydelsefulla konkurrensfördelar som ett företag kan utnyttja i sin strategiutveckling. Dessa är att minska driftskostnaderna och att differentiera företagets produkter.¹¹² Nyckeln till en sådan utveckling ligger ofta i att företaget expanderar genom att förvärva ett annat utomstående företag. Genom förvärvet kan budgivaren uppnå flera gynnsamma effekter, som synergieffekter och stordriftsfördelar.¹¹³

¹⁰⁷ Begreppet ”kontext” kan förenklat sägas motsvara företagets omgivning.

¹⁰⁸ Se kap. 2.1 ”Indelning av olika typer av förvärv”.

¹⁰⁹ Nygaard, s. 172 f.

¹¹⁰ Synsättet bygger på den s.k. branschekonomiska teorin (Nygaard, s. 121 f.).

¹¹¹ Nygaard, s. 121.

¹¹² Ibid., s. 127.

¹¹³ Se kap. 5.1.1.1 ”Stordriftsfördelar och synergieffekter”.

6 Försvarsstrategier vid fientligt uppköpserbudande och motiv till dessa

I detta kapitel kommer jag att redogöra för olika motiv till att vidta försvarsåtgärder vid fientliga uppköpserbudanden samt de strategier ledningen kan använda sig av för att försvåra eller omintetgöra ett fientligt förvärv.

6.1 Några motiv till att vidta försvarsåtgärder

Det finns studier som visar att offentliga uppköpserbudanden många gånger skapar en betydande vinst för målföretagets aktieägare.¹¹⁴ Den främsta anledningen uppges vara att offentliga erbjudanden i regel är förenade med en överkurs på aktiemarknaden.¹¹⁵ Trots detta kan det finnas skäl till att ledningen för ett målföretag vidtar försvarsåtgärder i syfte att försvåra eller omintetgöra ett genomförande av erbjudandet.

Om ledningen bedömer att budet är för lågt i förhållande till den egna värderingen av företaget och därmed ses som fientligt kan den vidta försvarsåtgärder. Detta s.k. rörelsemotiv innebär att försvarsåtgärder vidtas för att tvinga budgivaren att höja sitt initiala bud för att gagna målföretagets aktieägare. Andra rörelsemotiv kan vara att ledningen inte bedömer att ett förvärv i förlängningen skulle medföra gynnsamma effekter för verksamheten.

Det s.k. personmotivet aktualiserar istället försvarsåtgärder från ledningens sida om den befår att deras anställning/befattning efter förvärvet kommer att upphöra. Till skillnad från rörelsemotiven agerar ledningen primärt utifrån ett egenintresse, vilket kan föranleda en intressekonflikt mellan ledning och företagens aktieägare.¹¹⁶ Konflikter av denna typ brukar förklaras med hänvisning till agentteorin. Utgångspunkten för teorin är att ledningens (agenten) och aktieägarnas (principalerna) intressen sällan sammanfaller. För att minska intressekonflikten föreslås i agentteorin att olika typer av kontrakt upprättas mellan ledning och aktieägare. Den ena typen, det s.k. produktionskontraktet, är utformad så att ledningens belöning i form av t.ex. bonus är beroende av dess bidrag till verksamhetens

¹¹⁴ En granskning av offentliga erbjudanden lämnade vid Stockholms Fondbörs visar att aktieägarna i målföretag i genomsnitt erbjöds en överkurs om 15,3-18,3 procent (Jonsson, s. 889).

¹¹⁵ Hopt, s. 4.

¹¹⁶ Jonsson, s. 890.

lönsamhet.¹¹⁷ Den andra typen av kontrakt är s.k. beteendekontrakt. Dessa är vanligtvis utformade som ett lönekontrakt där lönen är satt under förutsättning att ledningen uppträder på ett visst sätt. Lönen är dock inte beroende på vad de i egentlig mening presterar.¹¹⁸

Kontrakt av den typ som förordas i agentteorin är till för att skydda företaget och dess aktieägare så att ledningen inte kan exploatera företagets tillgångar eller kvarstanna i sin befattning trots att den saknar erforderlig kompetens. Om ledningens kompetens inte motsvarar de krav som företagets verksamhet ställer är detta ytterst kostsamt enligt agentteorin.¹¹⁹ Att det finns möjligheter att avsätta en sittande ledning kan vara ett krav som budgivaren ställer då ledningens agerande bedöms ha stor betydelse för verksamhetens ekonomiska utveckling.¹²⁰

6.2 Principiella överväganden vid val av försvarsstrategi

Flertalet av de försvarsåtgärder som är möjliga att vidta vid fientliga företagsförvärv har sitt ursprung i U.S.A. och Storbritannien. Detta innebär att möjligheterna för svenska företag är mer eller mindre tillämpbara med hänsyn till nuvarande och framtida lagstiftning. Att en enskild försvarsåtgärd har sin begränsning behöver inte enbart ha en juridisk grund, utan kan i vissa fall även vara affärsmässigt motiverad.

Vid införandet av försvarsåtgärder som en del av en strategi finns det en rad olika principer som måste beaktas.

Det är betydelsefullt vid planeringen och genomförandet av en försvarsåtgärd att den inte står i strid med den associationsrättsliga likhetsprincipen.¹²¹ Denna princip om likabehandling av ett företags alla aktieägare kommer till uttryck i flera olika lagtexter och paragrafer. Dock gäller inte likhetsprincipen obetingat, utan den kan komma att bli begränsad av t.ex. bestämmelser i bolagsordningen.

Likhetsprincipen skall läggas till grund för tolkandet av generalklausulerna i ABL.¹²² Dessa utgör tillsammans viktiga förhållningsregler för ledningen i ett företag, eftersom de förbjuder beslut som kan medföra otillbörlig särbehandling av en eller flera aktieägare. Om otillbörlig särbehandling föreligger eller inte prövas normalt genom en intresseavvägning. Vid

¹¹⁷ Nygaard, s. 87.

¹¹⁸ Hatch, s. 366.

¹¹⁹ Jonsson, s. 890.

¹²⁰ Se kap. 5.1.1.3 ”Att ersätta en ineffektiv ledning”.

¹²¹ 4 kap. 1 § ABL.

¹²² 7 kap. 47 §, 8 kap. 41 § ABL.

prövningen får den företagsekonomiska hänsynen ställas i relation till kravet på aktieägarnas likabehandling.¹²³

Vid fientliga företagsförvärv brukar normalt försvarsåtgärderna delas in i två olika kategorier.¹²⁴ Den första kategorin består av försvarsåtgärder vilka primärt syftar till att förhindra ett fientligt uppköpserbjudande *före* det har lagts fram. Den andra kategorin omfattar åtgärder som huvudsakligen kan användas *efter* det att ett fientligt uppköpserbjudande lagts.¹²⁵ Som tidigare nämnts kan förvärvsprocessen delas in i tre olika faser, dvs. före, under och efter. Dock går dessa faser vanligen in i varandra varför en uppdelning i före respektive efter får ses som en analytisk indelning. Gränserna mellan faserna är således flytande.

6.3 Möjliga försvarsstrategier före det att ett fientligt uppköpserbjudande lagts

Särskilt betydelsefullt är preventiva åtgärder om företaget löper risk att bli föremål för ett fientligt uppköpserbjudande. Det är framförallt företag som karaktäriseras av ineffektiv ledning, låg skuldsättning och en för verksamheten förhållandevis stor andel likvida medel som löper en förhöjd risk då detta är vanliga motiv till företagsförvärv.¹²⁶ Ytterligare ett karaktäristiskt drag är att företaget har en ägarsammansättning som i förlängningen kan antas acceptera ett uppköpserbjudande.¹²⁷

För att bedöma risken för om ett förvärvshot föreligger eller inte kan ledningen för ett målföretag använda sig av s.k. *radarbevakning*. Radarbevakning är ett relativt enkelt sätt för ledningen att inhämta information om säljare och köpare av företagets aktier. Informationsinhämtningen kan ske genom att ledningen kontinuerligt övervakar handeln med företagets aktier över börs eller via media. Ett visst stöd för denna typ av bevakning ges bl.a. av FFFS och NBK:s flaggningsregler.¹²⁸ Utifrån den information ledningen erhåller har den en möjlighet att bedöma och föregripa köparens respektive säljares agerade samt konsekvenserna för företaget. Radarbevakning kan ses som ett mer allmänt redskap för att identifiera eventuella ”hot” än som en försvarsåtgärd.

¹²³ Sandström, s. 141.

¹²⁴ Jmf. Isaksson m.fl., s. 302 samt Jonsson, s. 893.

¹²⁵ Jonsson, s. 893.

¹²⁶ Se kap. 5.1 ”Motiv till att förvärva företag”.

¹²⁷ Gilson m.fl., s. 626.

¹²⁸ Jonsson, s. 894.

6.3.1 Försvarsåtgärder i bolagsordningen

Vid denna typ av försvarsåtgärder används bolagsordningen som ett instrument i syfte att försvåra eller omöjliggöra att ett utomstående företag övertar kontrollen av det egna företaget.¹²⁹

En ändring av bolagsordningen kräver normalt att en kvalificerad majoritet (mer än två tredjedelar av rösterna) uppnås på stämman. Detta kan ses som ett skydd för den som köper aktier i företaget. Vid köp av aktier utgår förvärvaren från de rättigheter som vid tidpunkten för köpet angavs i bolagsordningen. Skulle en förändring av bolagsordningen ske efter det att aktierna förvärvats kan detta innebära andra premisser än de som var utgångspunkt för köpet. Är förändringen av bolagsordningen av mer genomgripande karaktär, exempelvis införandet av begränsningar i rätten till företagets vinst, kan krav på enhälliga beslut i stämman föras in i bolagsordningen.¹³⁰

6.3.1.1 Avvärja förvärvarens kontroll över styrelsen

I normalfallet väljs styrelseledamöter genom enkel majoritet för en mandatperiod. En försvarsåtgärd som kan tillämpas för att förhindra eller försvåra att förvärvaren får kontroll över styrelsen är att styrelseledamöternas mandatperioder förlängs till att omfatta mer än ett räkenskapsår, dock maximalt fyra år.¹³¹ Försvarsåtgärden som ofta benämns ”omlottstyrelse” måste för att fungera effektivt kompletteras med bestämmelser i bolagsordningen som försvårar eller förhindrar att styrelseledamöterna kan avsättas i förtid. Exempelvis kan det i bolagsordningen anges att styrelseledamöterna inte kan avsättas i förtid utan att en mycket kvalificerad (nio tiondelar) majoritet har uppnåtts på stämman. Förvärvarens möjlighet att avsätta sittande styrelseledamöter under pågående mandatperiod är att försöka övertyga dem att avgå frivilligt. Om styrelseledamöterna inte accepterar detta måste förvärvaren invänta mandatperiodens slut då nyval kan förrättas.¹³²

Vad som avses med kvalificerad majoritet för att styrelseledamöterna skall kunna avsättas har varit föremål för diskussion. Om ”mycket kvalificerad” majoritet definieras allt för strängt i bolagsordningen, t.ex. att enighet måste råda vid stämmobeslutet, så anses detta strida mot grunderna i ABL. Styrelseledamöternas uppdrag har karaktären av förtroendeuppdrag, varför det är rimlig att de skall kunna avsättas under pågående mandatperiod om förtroendet för dem upphör.¹³³

Det finns även andra bestämmelser som kan föras in i bolagsordningen i syfte att begränsa en förvärvares möjligheter att avsätta en eller flera

¹²⁹ SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 64.

¹³⁰ Jonsson, s. 895.

¹³¹ 8 kap. 13 § ABL.

¹³² SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 65.

¹³³ Ibid., s. 65.

styrelseledamöter. Till exempel kan det i bolagsordningen anges bestämmelser som stadgar att val av styrelse skall förrättas genom s.k. kumulativ röstning vid bolagsstämman.¹³⁴ Kumulativ röstning innebär att företagets samtliga aktieägare bereds möjlighet att delta i valet av styrelseledamöter och att deras röst svarar mot deras aktieinnehav.¹³⁵ Genom att införa kumulativ röstning ges aktieägare av ett mindre antal aktier en möjlighet att självständigt eller i samarbete med andra påverka valet av styrelseledamöter. Denna typ av försvarsåtgärd är speciellt lämplig vid partiella bud.¹³⁶

För att förstärka denna försvarsåtgärd bör bestämmelser i bolagsordningen om kumulativ röstning kompletteras med regler som begränsar stämmans möjlighet att antingen avsluta styrelseledamöternas uppdrag i förtid eller göra ändringar i bolagsordningen som kan möjliggöra detta.¹³⁷

Slutligen finns även en möjlighet att föreskriva i bolagsordningen att styrelseledamot skall väljas av annan än stämman. Med begreppet ”annan” avses inte styrelsen eller VD, då en sådan bestämmelse skulle strida mot principerna för ansvarsfördelningen mellan bolagsorganen.¹³⁸ Med annan avses fysisk eller juridisk person t.ex. långivare eller statlig/kommunal myndighet.¹³⁹ Den styrelseledamot som valts på detta sätt kan endast avsättas av den som valt honom eller henne.¹⁴⁰ En förutsättning för att försvarsåtgärden skall fungera effektivt är att bolagsordningen, i likhet med ovan redovisade åtgärd, kompletteras med bestämmelser som försvårar ändringar av densamma.

6.3.1.2 Att införa differentierad och inskränkt rösträtt

Ett målföretag kan i försvarssyfte införa olika bestämmelser i bolagsordningen som försvårar en förvärvares möjlighet att få kontroll över målföretaget. Dessa bestämmelser gäller inskränkt eller differentierad rösträtt.

Genom att föra in bestämmelser om röstinskränkning i bolagsordningen tillåts ingen aktieägare, oavsett storlek på innehav, avge fler än ett bestämt antal röster. Denna begränsning kan göras till ett visst antal röster eller till en viss andel av det samlade röstetalet. Exempelvis är det möjligt att föreskriva att ingen kan rösta för egna eller andras aktier för mer än tio

¹³⁴ 8 kap. 8 § ABL.

¹³⁵ Kumulativ omröstning innebär att en aktieägare vid val får sammanlägga samtliga sina röster och disponera dessa, t.ex. vid val av 5 nya ledamöter, aktieägaren har 100 aktier x 5 val = 500 röster totalt, kan lägga alla dessa 500 röster på valet av exempelvis styrelseledamot 3 (http://www.bolagsstyrning.se/files/docs/Bilaga_2-Resultat_per_fraga_for_svenska_bolag.doc).

¹³⁶ Jonsson, s. 896.

¹³⁷ SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 65.

¹³⁸ 8 kap. § 8 ABL samt jmf. Kedner, s. 8:28.

¹³⁹ Sandström, s. 243.

¹⁴⁰ I publika aktiebolag får endast mindre än hälften av styrelseledamöterna utses på annat sätt (8 kap. 47 § ABL).

procent av de på stämman företrädda aktierna.¹⁴¹ Att skriva in bestämmelser om inskränkt rösträtt i bolagsordningen strider inte mot bestämmelserna i ABL då dessa är dispositiva.¹⁴² Dock får inskränkning av rösträtten inte vara beroende av vem som är aktieägare. En sådan inskränkning skulle strida mot likhetsprincipen.¹⁴³

Enligt Aktiebolagskommitténs utredning, som presenterades 1995, framkommer det att få noterade företag i Sverige hade valt att tillämpa någon form av inskränkt rösträtt i bolagsordningen.¹⁴⁴ Istället tillät majoriteten av företagen att aktieägarna röstade motsvarande sitt fulla antal aktier.¹⁴⁵

ABL tillåter även att bestämmelser förs in i bolagsordningen som innebär en röstvärdesdifferentiering, dvs. att vissa aktier ges ett högre röstvärde än andra vid en omröstning. Röstvärdesdifferentiering kan antingen utformas selektivt eller generellt. Med selektiv utformning avses att röstdifferentieringen endast träder i kraft då vissa specifika frågor behandlas på bolagsstämman, t.ex. vid val av styrelse.¹⁴⁶ Differentieringen kan även föras in så att den träder ikraft i samband med vissa specifika händelser, t.ex. fientligt uppköpserbjudande.

Att göra skillnad mellan olika aktier kan strida mot grunderna i ABL, t.ex. om aktieägarnas rätt att delta i eller klandra ett stämmobeslut är beroende av vilken typ av aktier de har. Gränsdragningen mellan när en röstdifferentiering får föras in i bolagsordningen eller inte är dock till viss del oklar i ABL. I detta gränssnitt måste hela tiden en avvägning göras mellan vilka rättigheter som kan knytas till ett visst aktieslag på bekostnad av ett annat.¹⁴⁷ ABL stadgar emellertid att röstvärdet aldrig får överstiga tio gånger röstvärdet av en annan aktie.¹⁴⁸

Frågan om röstdifferentiering får stadgas i bolagsordningen eller inte har även varit föremål för en diskussion inom EG-rätten. Diskussionen har mynnat ut i ställningstagandet att en aktie alltid skall representera en röst. Dessutom hävdar kommissionen att röstdifferentiering skall sakna verkan som åtgärd vid försvar mot fientligt företagsförvärv.¹⁴⁹ Kommissionen föreslår att en differentiering av röster inte skall vara giltig om en förvärvare har ett innehav motsvarande 75 procent eller mer av aktierna i företaget.¹⁵⁰

¹⁴¹ SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 67 f.

¹⁴² 7 kap. § 8 ABL.

¹⁴³ Rodhe, s. 141.

¹⁴⁴ SOU 1995:44, s. 180.

¹⁴⁵ Senare statistik har jag inte kunnat finna, men en snabb granskning av förhållandena i större svenska företag tyder på att ingen nämnvärd ändring har skett.

¹⁴⁶ Jonsson, s. 897.

¹⁴⁷ SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 72.

¹⁴⁸ 3 kap. § 4 ABL.

¹⁴⁹ Se kap: 7.3 ”Bestämmelser om genombrott i bolagsordningen”.

¹⁵⁰ Direktiv 2004/25/EG Art. 11 p. 4.

Både rösträttsinskränkning och röstdifferentiering som försvarsåtgärder bör kompletteras med bestämmelser i bolagsordningen, som försvårar ett kringgående av åtgärderna genom att bolagsordningen senare kan ändras.

6.3.1.3 Erbjudandeplikt

Som tidigare nämnts stadgas i NBK:s regler att den som har förvärvat aktier som motsvarar ett röstetal om 30 procent eller mer är förpliktad att lämna ett offentligt erbjudande om förvärv av resterande aktier i företaget.¹⁵¹ Det är dock möjligt för ett företag att ha en ”strängare” tillämpning av NBK:s regler om budplikt genom att föra in särskilda bestämmelser i bolagsordningen, om att denna plikt skall gälla redan vid ett lägre aktieinnehav. Härigenom kan företaget skydda sig mot partiellt riktade erbjudanden. Försvarsåtgärden kan även användas för att förhindra att en presumtiv förvärvare uppnår en kontrollpost i målföretaget.

Att erbjudandeplikt skall gälla även om förvärvet av aktier understiger vad som anges i NBK anses inte enligt AmN strida mot god sed på aktiemarknaden. Nämnden anser att ”aktieägarna bör ha en mycket vidsträckt rätt att - inom lagens ram - på bolagsstämman besluta om bolagsordningens innehåll”.¹⁵² Emellertid påpekar nämnden att avvikelser från NBK:s regler om budplikt kan få negativa konsekvenser för företaget och dess aktieägare. Därför bör enligt nämnden ett företag iakttäta stor försiktighet vid införandet av denna typ av bestämmelser.

I stället för att knyta erbjudandeplikten till ett visst aktieinnehav kan den knytas till specifika händelser. Vad som är en specifik händelse är oklart och har varit föremål för diskussion. En viss vägledning finns i uttalanden i SOU 1971:15. Där anges att en specifik händelse måste vara preciserad och avgränsad. Om bolagsordningen är alltför allmän och generell i formuleringen av vad som avses med specifika händelser kan den inte accepteras som grund för erbjudandeplikt. Dock har ett offentligt uppköpserbjudande i SOU 1971:15 betraktats som en specifik händelse.¹⁵³

I det fall det uppkommer en tvist mellan budgivaren och aktieägarna om aktiernas lösenpris skall den hänskjutas till en skiljenämnd för prövning.¹⁵⁴ Lösenbeloppet skall därvid bestämmas så att det motsvarar det pris aktien skulle betingas vid en försäljning under normala förhållanden. Om aktierna är föremål för handel via börs eller auktoriserad marknadsplats är huvudprincipen att lösenbeloppet skall motsvara det noterade.¹⁵⁵ Om förvärvet av aktier sker genom offentligt erbjudande skall i normalfallet yrkandet om inlösen motsvara det erbjudna beloppet.¹⁵⁶

¹⁵¹ NBKOE III.1.

¹⁵² AmN uttalande 1992:6.

¹⁵³ SOU 1971:15, s. 96.

¹⁵⁴ 19 kap. § 6 ABL.

¹⁵⁵ 19 kap. § 4 ABL.

¹⁵⁶ SOU 2001:1, s. 134.

Ett sätt att förhindra att bestämmelserna om lösenbelopp kringgås är att införa särskilda värderingsformler i bolagsordningen. Innehållet i dessa bestämmelser kan t.ex. stipulera att minoritetsägarnas aktier skall lösas till ett pris motsvarande det som erbjudits via det offentliga uppköps-erbjudandet. Ett annat sätt är att stadga att lösenpriset skall överstiga detta pris. Det är dock oklart om en sådan bestämmelse är förenlig med likhetsprincipen. Om några aktieägare gynnas framför andra kan jämkning ske.¹⁵⁷

6.3.1.4 Föryttringsbegränsning

Genom att införa bestämmelser om samtyckes-, förköps- eller hembudsklausuler i bolagsordningen, försvåras och begränsas en aktieägars möjligheter att avyttra sina onoterade aktier. Onoterade är sådana aktier som inte är föremål för handel på börs eller annan auktoriserad marknadsplats.

Samtyckesklausulen innebär att aktieägaren före en försäljning av aktier måste erhålla ett godkännande om avyttring från övriga aktieägare. Förköpsklausulen medger övriga aktieägare rätt att förvärva aktierna innan avyttring sker. Den mest långtgående begränsningen av möjligheterna till att fritt avyttra aktier är dock hembudsklausulen. Denna stadgar att förvärvaren efter det att ägarövergången skett, måste anmäla förvärvet till företagets styrelse och hembjuda aktierna enligt den ordning som föreskrivits i bolagsordningen.¹⁵⁸

Innebörden av förköps- och hembudsklausulerna är således att övriga aktieägare ges rätt att förvärva de aktier vilkas omsättning har begränsats.¹⁵⁹ Syftet med begränsningarna är främst att förhindra att aktierna hamnar hos ”fel” aktieägare eller att ägandet sprids till en alltför vid krets.

Trots att noterade aktier enligt LBC inte får förenas med föryttringsbegränsningar kan företaget till viss del kringgå detta genom att ge ut aktier i olika röstserier (t.ex. A- och B- aktier) och endast registrera ett visst slag för handel. Som exempel kan företaget välja att ge ut en serie onoterade röststarka aktier försedda med hembudsskyldighet och därutöver en serie med noterade röstsvaga aktier utan någon föryttringsbegränsning. Tillvägagångssättet anses vara det bärande skälet till att byggföretaget Skanska inte låtit notera sina A- aktier vid Stockholms fondbörs.

¹⁵⁷ Jmf. Rodhe, s. 173 f. samt SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 70.

¹⁵⁸ Sandström, s. 145.

¹⁵⁹ Ibid., s. 145.

6.3.2 Försvarsåtgärder genom emission

Försvarsåtgärder genom emission innebär att emitterade skuldebrev förenade med teckningsrättsoptioner¹⁶⁰ används för att försvåra övertagandet av kontrollen i målföretaget.¹⁶¹

Användandet av emitterade skuldebrev förenade med teckningsoptioner i försvarssyfte kommer ursprungligen från U.S.A.. Åtgärden benämns ofta *giftpiller* (eng. poison pills) och har till syfte att minska målföretagets attraktionskraft genom att öka den finansiella bördan för en köpare.¹⁶²

Vid ett beslut om emission skall de obligatoriska villkor som emissionen är förenade med anges. Även om ABL anger en rad villkor har det enskilda företaget möjlighet att komplettera dessa. De villkor som läggs till emissionen får inte i sin utformning vara otydliga eller vilseledande. Det är dock tillåtet att villkoren görs beroende av att en viss händelse inträffar, t.ex. att företaget blir föremål för ett offentligt uppköpserbjudande.

En prövning av om införda emissionsvillkor är förenliga med lag, annan författning och företagets bolagsordning sker i samband med att emissionsbeslutet lämnas till BolagsV för registrering.¹⁶³ Registreringen innebär, förutom en innehållsmässig prövning, att emissionsvillkoren blir en offentlig handling.

Beroende på vilken typ av villkor som skuldebrev är förenade med har möjligheterna till försvarsåtgärder delats in i två olika typer. Dessa är inåtriktade giftpiller respektive utåtriktade giftpiller.

6.3.2.1 Inåtriktade giftpiller

Inåtriktade giftpiller (eng. Flip-in) innebär att innehavaren av ett skuldebrev förenat med teckningsrättsoptioner vid en viss specifik händelse har en rättighet att till en förmånlig kurs teckna aktier i målföretaget.¹⁶⁴

Syftet med att utge skuldebrev med teckningsrättsoptioner är främst att de vid en specifik händelse, t.ex. fientligt uppköpserbjudande, skall späda ut den presumtive förvärvarens aktieinnehav genom den nyemittering som följer. Genom nyemitteringen försvåras den presumtive förvärvarens möjligheter att ta kontroll över företaget. För att uppnå ett sådant syfte måste naturligtvis ledningen för målföretaget ha någon form av kontroll över dem som innehar skuldebrev. Ett sätt för ledningen att uppnå sådan kontroll är att förena teckningsrätterna med överlåtelseförbud.

¹⁶⁰ Teckningsrättsoptionen kan ses som ett avtal som ger löftesinnehavaren en ensidig rätt att i framtiden, genom att tillskjuta kapital, påkalla utgivningen av ny aktie mot på förhand bestämda villkor (Sandström, s. 122).

¹⁶¹ SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 73.

¹⁶² Jonsson, s. 901.

¹⁶³ 14 kap. § 21 ABL.

¹⁶⁴ SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 73 f.

Försvarsåtgärden har tillämpats i U.S.A.. I bestämmelserna i ABL om konvertibla skuldebrev ges samtliga aktieägare företrädesrätt till teckning av konvertibla skuldebrev.¹⁶⁵ En förutsättning för att åtgärden skall vara tillämplig i Sverige är att bestämmelser om avvikande företrädesrätt införts i bolagsordningen. Införandet av sådana bestämmelser i bolagsordningen kräver kvalificerad majoritet vid stämman.¹⁶⁶ Finns inte bestämmelserna införda i bolagsordningen är försvarsåtgärden verkningslös.

En betydelsefull fråga som aktualiseras i samband med den avvikande företrädesrätten är vilka beslut som en majoritet av aktieägare genom stämman kan fatta på bekostnad av minoriteten. Nära till hands är att sådana beslut, vilka gjorts beroende av en viss specifik händelse, skulle strida mot likhetsprincipen och öppna upp för en klandertalan. Därför finns en viss osäkerhet över åtgärdens användbarhet i Sverige.¹⁶⁷

6.3.2.2 Utåtriktade giftpill

Med utåtriktade giftpill (eng. Flip-over) avses att innehavaren av skuldebrev förenade med teckningsrättsoptioner under vissa specifika situationer har rätt till att teckna aktier i det övertagande företaget. Möjligheten att teckna aktier i det övertagande företaget förutsätter dock att de föreligger ett fusionsavtal mellan företagen och att teckningsrätten respekteras av det övertagande företaget.¹⁶⁸

Försvarsåtgärden har även denna tillämpats i U.S.A.. Men det är osäkert om den har tillämplighet i Sverige. Detta med hänsyn till att försvarsåtgärden bygger på fusion enligt 23 kap. 1-2 §§ ABL, vilket i Sverige är en ovanlig företeelse. Dessutom är det osäkert om det i målföretagets bolagsordning kan anges förutsättningar för ett godkännande av ett fusionsavtalet.¹⁶⁹

6.3.3 Strukturella försvarsåtgärder

De strukturella försvarsåtgärderna karaktäriseras av att målföretaget i sin uppbyggnad och struktur är utformad så att de kräver specifika tillstånd eller godkännanden för att en förvärvare skall kunna överta kontrollen över företagets verksamhet. Till exempel kan målföretagets verksamhet vara utformad på så sätt att ett övertagande strider mot konkurrensrättsliga bestämmelser eller kräver särskilda tillstånd för dess drift.

¹⁶⁵ 4 kap. 1 § ABL.

¹⁶⁶ 7 kap. 42 § ABL.

¹⁶⁷ 7 kap. 50 § ABL.

¹⁶⁸ SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 74.

¹⁶⁹ Ibid., s. 74.

6.3.3.1 Konkurrensrättsligt skydd

Hänvisning till konkurrensrättsliga regler kan vara en försvarsåtgärd. Denna åtgärd förutsätter dock att förvärvaren och målföretagets verksamheter är av likartad karaktär och konkurrerar på samma marknad. Om sammanläggningen av företagen medför att de uppnår en dominerande ställning på marknaden kan detta strida mot gällande konkurrenslagstiftning.¹⁷⁰ En försvarsåtgärd är sålunda att målföretaget expanderar inom sitt verksamhetsområde i sådan omfattning att ett förvärv av en konkurrent inte skulle godkännas av de konkurrensrättsliga myndigheterna.

Om målföretaget utsätts för ett fientligt uppköpserbud som kan strida mot konkurrensrättsliga regler har ledningen för målföretaget möjlighet att försvara sig genom vända sig Stockholms tingsrätt. Tingsrätten kan (på yrkande av Konkurrensverket) utfärda ett interimistiskt förbud om att det fientliga uppköpserbudet inte kan genomföras. Ett interimistiskt förbud förhindrar med stor sannolikhet att ett uppköpserbud slutförs.¹⁷¹

Då försvarsåtgärden bygger på expansion är denna åtgärd i princip begränsad till att enbart omfatta ett fåtal större och kapitalstarka företag.

6.3.3.2 Tillståndspliktig verksamhet

En ytterligare försvarsåtgärd innebär att målföretaget skyddas genom att innehavaren ha tillstånd som kräver särskilda kvalifikationer. Åtgärden kan användas såväl i ett preventivt syfte som efter det att ett bud lagts.

Försvarsåtgärden, kallad ”*trygg hamn-försvar*” (eng. Safe harbour), bygger på att företaget som bedriver tillståndspliktig verksamhet normalt måste uppfylla vissa kriterier och kvalifikationer för att deras tillstånd inte skall återkallas. Genom att målföretaget har eller förvärvar en eller flera tillståndspliktiga verksamhetsgrenar kommer målföretaget att erbjudas ett visst skydd i och med att den eventuelle förvärvares lämplighet blir föremål för tillsynsmyndighetens granskning. Om tillsynsmyndigheten bedömer att köparen inte uppfyller de kvalifikationskrav som anges i tillståndet, kan detta leda till att uppköpserbudet inte kan slutföras. Om köpet kommer till stånd kan tillståndsmyndigheten i det fallet återkalla tillståndet.

Exempel på svenska verksamheter för vilka det föreligger tillståndsplikt är bank-¹⁷² försäkringar-¹⁷³, kreditmarknads-¹⁷⁴ och finansieringsverksamhet¹⁷⁵.

Försvarsåtgärdens svaghet ligger i risken att förvärvaren kan undvika tillståndskriterierna genom att avtala med en tredje part om försäljning av

¹⁷⁰ 19 § KL.

¹⁷¹ SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 83.

¹⁷² 1 kap. 2 § 2 st. Bankrörelselag (1987:617).

¹⁷³ 1 kap. 1 § Försäkringsrörelselag (1982:713).

¹⁷⁴ 1 kap. 2 § Lag (1992:1610) om finansieringsverksamhet.

¹⁷⁵ 1 kap. 3 § Lag (1991:981) om värdepappersrörelse.

den eller de verksamhetsdelar som skulle kunna innebära intervention från berörda myndigheter.

6.3.3.3 Etablering av stiftelser

En möjlighet för ledningen att kontrollera en del av företagets aktier och därmed röster är att etablera stiftelser med uppgift att förvalta pensions- eller löneförmåner till företagets anställda.¹⁷⁶

En stiftelse skapas genom att ett stiftelseförordnande formuleras och att stiftelsen därefter tillförs egendom. Förvaltningen av stiftelseegendomen utses vanligtvis genom stiftarnas försorg eller i enlighet med deras direktiv.¹⁷⁷ I de fall stiftelseförordnandet stadgar att ledningen för företaget skall tillsätta stiftelsens förvaltning erhålls ett effektivt försvar mot fiendliga uppköpserbjudande. Graden av skydd, som försvarsmetoden erbjuder, är dock proportionell till storleken på stiftelsens aktiepost i företaget.¹⁷⁸

Vid utformandet av skyddet används framförallt tre typer av stiftelser. Den första typen är en vinstandelsstiftelse, vars primära ändamål är att förvalta medel som är avsedda att komma de anställda till godo, t.ex. att de får ta del av företagets vinst. Stiftelseformen begränsas sällan av några ägandestriktioner i det egna företaget.¹⁷⁹

Den andra typen är pensionsstiftelser, vilka har till uppgift är att säkra utfästelser om pension till anställda och deras efterlevande. En inskränkning med denna stiftelseform är att stiftelsen får äga högst fem procent av företagets aktier.¹⁸⁰

Slutligen finns en tredje form som kallas ”discretionary deferred compensation trust” och kan liknas vid en stiftelse. Denna typ av ”stiftelse” tillförs kontinuerligt medel från företaget. Medlen utgörs av de anställdas bonus och betalas ut till dem i ett senare skede. Formen har i Sverige betraktas som en något ”oklar rättsfigur”, vilket medför att tillämpligheten för svenskt vidkommande är tveksam.¹⁸¹

6.3.4 Försvarsåtgärder i avtal

En försvarsåtgärd är att teckna avtal, som beroende på vem avtalet tecknats med kan benämnas externa eller interna avtal. Med externa avtal avses primärt situationer då ledningen för målföretaget i förebyggande syfte tecknar avtal om någon form av samarbete med ett eller flera ”vänligt

¹⁷⁶ Jonsson, s. 902.

¹⁷⁷ 2 kap. 2 § SL.

¹⁷⁸ Jonsson, s. 902.

¹⁷⁹ Ibid., s. 902.

¹⁸⁰ 10a § p.1 TrL.

¹⁸¹ Jonsson, s. 902.

sinnade” företag, s.k. ”vita riddare” (eng. white knight).¹⁸² Samarbetet kan gälla någon form av ägande, t.ex. att målföretaget emitterar aktier som det ”vänligt sinnade” företaget har förköpsrätt till, eller att ett avtal om korsvist ägande tecknas. Med internt avtal avses ett avtal som tecknats mellan å ena sidan företaget och ledningen eller övriga anställda å den andra.

Oberoende av om avtalen är externa eller interna brukar de kallas för inlåsningsavtal (eng. lock-up agreement). Försvarsåtgärder av denna typ har framförallt tillämpats i U.S.A..¹⁸³

En förutsättning för att inlåsningsavtal skall kunna tillämpas i Sverige är att det avtal som målföretaget sluter med det utomstående företaget inte får komma att ekonomiskt missgynna den egna verksamheten eller dess aktieägare. Likhetsprincipen som den kommer till uttryck ABL stadgar att bolagsstämman eller styrelsen inte får fatta beslut som innebär en nackdel för företaget eller dess aktieägare.¹⁸⁴ Om avtal tecknas som bedöms vara till nackdel för antingen målföretaget eller dess aktieägare, prövas dessa genom en otillbörlighetsbedömning.¹⁸⁵ Utgångspunkten för denna prövning är att åtgärder som är företagsekonomiskt riktiga och försvarliga är tillbörliga.

Om avtalet strider mot likhetsprincipen och beslutet fattats av stämman kan det upphävas eller ändras genom klandertalan vid allmän domstol.¹⁸⁶ Om avtalet strider mot likhetsprincipen och det istället är styrelsen som överskridit sin kompetens genom att teckna avtalet blir det ogiltigt.¹⁸⁷

Om försvarsåtgärden misslyckas och ett fientligt övertagande sker, kan förvärvaren i egenskap av ställföreträdare för målföretaget i ett senare skede kräva jämkning av ingångna avtalsvillkor, t.ex. genom att hänvisa till 36 § AvtL.

6.3.4.1 Emission av aktier till utomstående företag

En av försvarsåtgärderna bygger på att ledningen i preventivt syfte genom optionsavtal förbundit sig att vid viss specifik händelse, t.ex. hot om fientligt förvärv, emittera aktier till ett utomstående företag genom en riktad nyemission. Genom att kunna emittera aktier i målföretaget försvåras möjligheterna för en utomstående förvärvare att få kontroll företaget.¹⁸⁸

Enligt reglerna i NBK får inte ledningen för ett målföretag utan stöd av stämman vidta sådana åtgärder som kan försämra förutsättningarna för ett att offentligt erbjudande lämnas och genomförs.¹⁸⁹

¹⁸² SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 75.

¹⁸³ Ibid., s. 75.

¹⁸⁴ 7 kap. 47 § ABL, 8 kap. 41 § 1st ABL.

¹⁸⁵ Sandström, s. 189.

¹⁸⁶ 7 kap. 50 § ABL.

¹⁸⁷ 8 kap. 42 § ABL.

¹⁸⁸ SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 76.

¹⁸⁹ NBKOE II.16.

Om ledningen har ingått avtal om riktad nyemission i preventivt syfte och ett offentligt bud lämnas uppstår en regelkonflikt. Konflikten står mellan NBK:s regler och verkställandet av ingånget optionsavtal. Vid överträdelse av NBK:s regler finns det en risk att företaget åläggs vite eller ytterst avnoteras. Samtidigt gör sig företaget skyldigt till avtalsbrott om inte det ingångna avtalet fullföljs. Både företaget och ledning riskerar då att bli skadeståndsskyldiga. Hur ledningen bör agera i en sådan situation får avgöras från fall till fall. Problemet medför att åtgärden i försvarssyfte har en begränsad användbarhet och dess värde kan ifrågasättas. Dock kan försvarsåtgärden anses ha en avskräckande effekt på presumtiva fientliga förvärvare.

6.3.4.2 Korsvist ägande

Korsvist ägande (eng. cross-ownership) innebär att ett eller flera företag genom överenskommelser sinsemellan etablerar ett ömsesidigt ägande av varandras företag. Avtalen kan gälla en större eller mindre del av de berörda företagens aktier. Beroende på det aktieinnehav som stadgas i överenskommelsen får företagen varierande kontroll över varandra. Kontrollen som företagen har i det eller de andra företagen är således proportionell i förhållande till aktieinnehavet.

Korsvist ägande är en effektiv försvarsåtgärd för att förhindra att en enskild förvärvare uppnår ett innehav lika med eller överstigande 90 procent av ett företags samlade aktier. Genom att förhindra att förvärvaren uppnår så stor andel av totala antalet aktier omöjliggörs dennes möjligheter att tvångsinlösa resterande del, vilket är en förutsättning om förvärvet avser t.ex. en fusion.

Försvarsåtgärden är även lämplig i syfte att minska möjligheterna för ett utomstående företag att uppnå en kontrollpost i målföretaget.¹⁹⁰ Ett fall av korsvist ägande där försvarsåtgärden har tillämpats just med detta syfte var överenskommelsen mellan företagen Skanska, Sandvik och Custos. Den överenskommelse som företagen etablerade innebar att aktier i respektive företag lades i ett av parterna nystiftat företag, Custos Intressenter AB.

Som försvarsåtgärd har korsvist ägande tidigare varit en vanligt förekommande företeelse inom svenskt näringsliv, men har sedan 1990-talet använts i en allt mindre utsträckning.¹⁹¹

6.3.4.3 Förmånliga anställnings- och avgångsvederlag

Genom att styrelsens ordförande vid upprättandet av anställningsavtal med VD och andra ledande befattningshavare till dessa knyter förmånliga anställnings- eller avgångsvederlag som utlöses vid en viss händelse kan avtalet utgöra ett effektivt skydd mot fientligt förvärv.

¹⁹⁰ Jonsson, s. 903.

¹⁹¹ Ibid., s. 903.

Normalt innebär ett sådant anställningsavtal att befattningshavaren garanteras en viss ersättning oavsett om han eller hon självmant slutar eller sägs upp. Genom anställningsavtalets utformning förhindras den anställde att tvingas kvar i målföretaget eller provoceras att säga upp sig själv.¹⁹²

Följden av dessa anställningsavtal s.k. gyllene fallskärmar (eng. Golden parachutes) blir att anskaffningskostnaderna för en presumtiv förvärvare ökar om dessa sägs upp. Därmed minskar intresset för att förvärva målföretaget. Om målföretaget ytterligare önskar att öka den finansiella belastningen på en presumtiv förvärvare kan det utvidga antalet anställningsavtal att omfatta flera anställda, s.k. tennfallskärmar (eng. Tin parachutes).¹⁹³

Det finns olika åsikter om anställnings- och avgångsvederlagens storlek. En åsikt är att de skall följa vad som kan anses vara ”marknadsmässigt”. En annan åsikt är att vederlagens storlek kan överstiga denna nivå för att företaget t.ex. skall kunna rekrytera och bibehålla kompetent personal. Om vederlagen överskrider vad som anses ”marknadsmässiga” kan dock avtalen komma att ogiltigförklaras med hänvisning till likhetsprincipen.

Skulle ett fientligt förvärv ske trots att förmånliga anställnings- och avgångsvederlag har tecknats kan dessa senare komma att bli föremål för jämkning med stöd av bestämmelserna i AvtL.¹⁹⁴

Om ledningen i ett målföretag aktivt försöker motverka ett bud, som bedöms fientligt, riskerar de att begå avtalsbrott mot sina anställningsavtal. Genom sitt agerande kan ledningen anses handla illojalt gentemot målföretaget. Det kan vändas mot ledningen och ge den nye ägaren rätt att häva de förmånliga anställningsavtalen.¹⁹⁵

6.4 Möjliga försvarsstrategier efter det att ett fientligt uppköpserbudande lagts

Försvarsåtgärder för att bemöta ett fientligt uppköpserbudande försvaras väsentligt efter det att budgivaren informerat ledningen om att han eller hon avser att lämna ett offentligt erbjudande eller då det redan lagts. NBK:s regler begränsar avsevärt ledningens handlingsutrymme. Enligt NBK:s regler föreligger en skyldighet för ledningen att efter den tidpunkt den har en grundad anledning att anta att ett allvarligt menat erbjudande är nära förestående inte aktivt får motarbeta detta utan stämmans samtycke.¹⁹⁶ Detta

¹⁹² SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 79.

¹⁹³ Jonsson, s. 899.

¹⁹⁴ Främst 36 § AvtL.

¹⁹⁵ SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 79.

¹⁹⁶ NBKOE II.16.

oberoende av om uppköpserbudandets av ledningen betraktas som fientligt eller ej.

Förutsättningarna är dock, enligt kommentarerna till NBK:s regler om offentliga erbjudanden om aktieförvärv, att den information som delgivits styrelsen skall vara någorlunda konkret och att budgivaren kan förmodas agera på ett ”professionellt” sätt. Med ”professionellt” avses enligt kommentarerna att budgivaren t.ex. kan antas ha sådana finansiella resurser som krävs för att kunna genomföra erbjudandet.

Om ledningen inte bedömer erbjudandet som attraktivt för företagets verksamhet och dess aktieägare får den inte vidta åtgärder i syfte att motarbeta detta. Detta innebär enligt kommentarerna till NBKOE II.16 att ledningen inte kan vidta åtgärder som innebär beslut om bl.a. riktade emissioner eller återköp av egna aktier.¹⁹⁷ Dock kan ledningen i de fall den anser att det krävs att företaget skyndsamt vidtar åtgärder med hänsyn till företaget eller dess aktieägare ansöka till AmN om dispens från kravet på stämmobeslut.¹⁹⁸

Trots att NBK:s regler begränsar ledningens möjligheter till försvarsåtgärder finns det vissa åtgärder som kan vidtas om de ryms inom den löpande förvaltningen. En sådan åtgärd kan vara att förse marknaden med positiv information för att företagets aktiekurs skall påverkas positivt. Ökar aktiekursen under t.ex. acceptfristen är detta ett starkt vägande skäl till att inte anta budet i befintlig form. Som motdrag tvingas budgivaren att lämna ett nytt och bättre bud, vilket innebär en ökad finansiell belastning på denne.

6.4.1 Försvarsåtgärder genom aktieförvärv

Karaktäristiskt för en försvarsåtgärd genom aktieförvärv är att ett företag som hotas av ett fientligt erbjudande, direkt eller indirekt, köper aktier i det egna företaget eller i det företag budgivaren representerar.¹⁹⁹

Enligt huvudbestämmelsen i 19 kap. 1 § ABL tillåts ett företag endast i undantagsfall att förvärva sina egna aktier.²⁰⁰ Vid utformandet av försvarsåtgärder kan dock företaget kringgå huvudprincipen.

6.4.1.1 Indirekt förvärv av egna aktier

Försvarsåtgärd genom indirekt förvärv av egna aktier innebär att målföretaget tecknar avtal med ett utomstående ”vänligt sinnat” företag, som mot viss kompensation skall försöka förvärva de aktier som den fientliga förvärvaren redan innehar.²⁰¹ I avtalet regleras även hur det

¹⁹⁷ SOU 2005:58, s. 235.

¹⁹⁸ NBKOE I.2.

¹⁹⁹ SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 80.

²⁰⁰ 19 kap. 4-5 §§ ABL.

²⁰¹ SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 81.

”vänligt sinnade” företaget skall ersättas för de aktier och den eventuella överkurs som det har betalt.

Den kompensation som målföretaget betalar till det ”vänligt sinnade” företaget kan stå i strid mot att tillvarata aktieägarnas vinstintresse. Dessutom kan det innebära att ledningen överskridit sina befogenheter och att avtalet därför kan komma att ogiltigförklaras. Överträdelsen kan leda till skadeståndsskyldighet för styrelseledamöterna.²⁰²

Om ett avtal därutöver innebär ett indirekt förvärv av egna aktier, som kan tolkas som ett ”uppenbart kringgående” av ABL:s bestämmelser, kan det komma att ogiltigförklaras.²⁰³

6.4.1.2 Förvärv av aktier genom gemensamt företag

Försvarsåtgärden innebär att ett målföretag tillsammans med andra företag bildar ett intresseföretag. Det intresseföretaget har därefter möjlighet att köpa aktier i de företag som tillsammans bildat det. Genom att upprätta ett konsortiumavtal har företagen därefter möjlighet att köpa aktier i det egna företaget.²⁰⁴

Försvarsåtgärden kan ses som ett uppenbart kringgående av förbudet mot att teckna egna aktier enligt 19 kap. 1 § ABL och bör därmed betraktas som ogiltigt enligt 19 kap. § 4 ABL.

6.4.1.3 Aktieförvärv i förvärvande företag

En säregen försvarsåtgärd är då målföretaget försvarar sig mot ett fientligt uppköpserbud genom att köpa aktier i det företaget som budgivaren representerar. Om målföretaget lyckas uppnå ett aktieinnehav överstigande 50 procent uppstår ett koncernförhållande mellan parterna.²⁰⁵ Därmed betraktas det företag, vars aktier målföretaget köper upp och budgivaren representerar, som ett dotterföretag. I egenskap av dotterföretag till målföretaget blir det förvärvande företaget sedermera förhindrad att förvärva aktier i moderföretaget, vilket undanröjer förvärvande företags möjligheter att fullfölja uppköpserbudandet.²⁰⁶

Om målföretaget inte kan uppnå 50 procentgränsen, kan det istället eftersträva att uppnå en kontrollpost i det företag budgivaren representerar. Genom att inneha en kontrollpost finns det möjlighet att utöva inflytande i syfte att avstyra uppköpserbudandet. Exempelvis kan målföretaget försöka att få till stånd en extra bolagsstämma i syfte att avsätta dess ledning.²⁰⁷

²⁰² 29 kap. 1 § ABL.

²⁰³ 19 kap. 4 § ABL.

²⁰⁴ SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 82.

²⁰⁵ 1 kap. 11 § ABL.

²⁰⁶ 19 kap. 2 § ABL.

²⁰⁷ SOU 1990:1 Bilaga 2, s. 81.

En förutsättning för att kunna tillämpa åtgärden som redovisats är dels att det finns ett tillräckligt utbud av aktier i det förvärvande företaget, dels att målföretaget har tillgång till en mycket god finansiering.²⁰⁸

6.4.2 Andra typer av försvarsåtgärder

Det finns försvarsåtgärder som om de kan tillämpas är beroende på det enskilda företags specifika situation och förutsättningar. Dessa kan tillämpas såväl före, som under och efter att ett fientligt erbjudande har lagts.

6.4.2.1 Avyttring av målföretagets tillgångar

En av dessa försvarsåtgärder bygger på att målföretaget i händelse av ett fientligt erbjudande säljer de tillgångar som kan antas ligga till grund för en budgivares intresse av att förvärva målföretaget.

Beslut om att avyttra tillgångar i målföretaget fattas normalt av ledningen.²⁰⁹ Om avyttringen gäller en mer omfattande försäljning av företagets tillgångar och detta kan innebära förändringar av verksamheten bör ärendet hänskjutas till och beslutas av stämman.²¹⁰

Vid tillämpning av försvarsåtgärden måste målföretaget beakta reglerna i NBK som hindrar ledningen att vidta åtgärder som kan äventyra att ett offentligt erbjudande genomförs genom att målföretaget avyttrar tillgångar. Av kommentarerna till NBKOE II.16 framgår att det inte är möjligt att ange alla de slags åtgärder som ett målföretag är förhindrad att vidta. Avyttring av tillgångar bör bedömas som ett exempel på en förbjuden åtgärd.²¹¹

Möjligheten att avyttra målföretagets tillgångar måste även ses i relation till bestämmelserna i ABL. Av dessa framgår att ett företag inte får avyttra sådana tillgångar som medför att företaget inte längre kan uppfylla verksamhetsmålen såsom de beskrivits i bolagsordningen. En sådan transaktion bedöms som ogiltig.²¹²

Ett alternativt tillvägagångssätt är att målföretaget i preventivt syfte tecknar ett optionsavtal med utomstående företag. Innebörden av ett sådant optionsavtal är att målföretaget vid viss specifik händelse, t.ex. vid ett fientligt uppköpserbjudande, förpliktigas att avyttra vissa tillgångar till optionsinnehavaren.²¹³ Normalt förses optionsavtalet även med en rättighet för målföretaget att återköpa tillgångarna, i de fall det fientliga förvärvet inte

²⁰⁸ Jonsson, s. 906.

²⁰⁹ 8 kap. 4 § ABL.

²¹⁰ Sandström, s. 174.

²¹¹ SOU 2005:58, s. 235.

²¹² 3 kap. 1 § p.3 ABL.

²¹³ SOU 1990:1, s. 79.

fullföljs.²¹⁴ I syfte att öka optionsavtalets preventiva verkan kan styrelsen välja att offentliggöra avtalet och dess innehåll.

Den sistnämnda försvarsåtgärden lämpar sig särskilt väl för konglomerata förvärvsköp, vilka har verksamhetsdelar med ett högt värde och som enkelt kan avskiljas. En svaghet med försvarsmetoden är dock att målföretaget, i de fall en avyttring kommer till stånd, kommer att få stora likvida medel. Detta kan i sin tur innebära att nya aktörer pga. exempelvis finansiella motiv avger offentliga erbjudanden om uppköp av målföretaget. För att undvika och neutralisera en sådan utveckling kan målföretaget genom stämman besluta om att dela ut eventuellt fritt eget kapital till aktieägarna.²¹⁵ Med fritt eget kapital avses sådant kapital som kan delas ut till aktieägarna.

6.4.2.2 Insamling av fullmakter

Genom att samla in fullmakter från övriga aktieägare för att använda deras rösträtt vid stämman har den enskilde aktieägaren möjlighet att få kontroll över stämmobeslut.²¹⁶ Fullmakten har efter att den undertecknats en giltighetstid om ett år. Den kan dock när som helst återkallas.²¹⁷

Syftet med fullmaktsinsamling (eng. proxy fight) kan variera. Ett syfte kan vara att en eller flera aktieägare, efter ett offentligt erbjudande lämnats, vill uppfylla NBK:s regler och vinna bolagsstämmans samtycke innan den vidtar försvarsåtgärder.

Ett annat syfte med en fullmaktsinsamling kan vara att enskilda eller flera aktieägare vill rösta mot ett pågående övertagande som de uppfattar som fientligt. Insamlade röster kan användas för att försvåra eller förhindra byte av sittande styrelse eller ändringar i bolagsordningen.

Insamling av fullmakter kan ske antingen med eller utan ledningens medverkan. Kostnaderna för insamling av fullmakter kan, i de fall det föreskrivits i bolagsordningen, bekostas av företaget.²¹⁸

Ett uppmärksammat fall av fullmaktsinsamling i Sverige under modern tid är Aktiespararnas agerande mot ett sammangående mellan Skandia och Old Mutual. Aktiespararna ansåg att det bud Old Mutual lagt inte avspeglade Skandias framtida möjligheter och att ett samgående "saknade industriell logik och `bedömdes` ge begränsade synergier".²¹⁹ Aktiespararna krävde även att Skandia fortsättningsvis skulle vara självständigt. Dessutom fick Aktiespararna ett visst stöd av Skandias styrelse där åtta av elva ledamöter ansåg att budet skulle betraktas som fientligt. Genom fullmaktsinsamlingen

²¹⁴ Jonsson, s. 906.

²¹⁵ Ibid., s. 905.

²¹⁶ Jmf. 7 kap. § 40 ABL.

²¹⁷ 2 kap. 16 § AvtL.

²¹⁸ 7 kap. 4 § ABL.

²¹⁹ http://www.aktiespararna.se/frgor_och_svar_angende_fullmaktsinsaml.asp.

ville aktiespararna förvara sin och Skandastyrelsens ståndpunkt vid en eventuell extra bolagsstämma i Skandia.²²⁰

Betydelsefullt att uppmärksamma är att insamling av fullmakter som en åtgärd för att erhålla kontroll över stämmobeslut inte enbart kan användas av målföretag, utan även av en budgivare i syfte att förenkla övertagandet av målföretaget.²²¹ Åtgärden som sådan måste dock betraktas som osäker genom att fullmakterna enkelt kan återkallas.

6.4.2.3 Aktieägaravtal

En annan försvarsåtgärd som, har kommit att tillämpas i allt större utsträckning i Sverige är aktieägaravtal. Ett aktieägaravtal är ett avtal om samverkan som normalt uppfyller de krav ”som uppställs för uppkomsten av ett enkelt bolag”.²²²

Aktieägaravtalet kan innehålla en rad olika klausuler, som fungerar som ett komplement till bolagsordningen. Exempelvis kan klausulerna reglera förvaltningsmässiga och ekonomiska befogenheter.

Då aktieägaravtalen skrivs i försvarssyfte är röstbindningsavtalen väsentliga. Dessa förpliktigar avtalsparten att rösta på det sätt som angetts i avtalet och är civilrättsligt bindande. De kan bli föremål för jämkning och ytterst ogiltigförklaring, vilket pekar på en av försvarsåtgärdens svagheter. En annan svaghet med försvarsåtgärden är att avtalet saknar verkan mot företaget och att rättsverkningarna är oklara.²²³

6.4.2.4 Att fördröja förvärsprocessen genom att vidta rättsliga åtgärder

En försvarsåtgärd, som kan tillämpas efter det att målföretaget utsatts för ett fientligt uppköpserbjudande, är att vidta rättsliga åtgärder. Syftet med denna åtgärd är att öka budgivarens kostnader och omintetgöra eller fördröja förvärsprocessen. Det är härvid själva rättsprocessen som är det centrala, snarare än det materiella innehållet i processen.

Åtgärden har sitt ursprung från U.S.A. och har där blivit den enskilt vanligaste försvarsåtgärden efter det att fientligt bud lagts på ett målföretag.²²⁴ Att åtgärden vunnit stor framgång beror på att i U.S.A. åvilar det varje part att själv stå för sina rättegångskostnader oavsett om saken är materiellt berättigad eller inte. Därigenom kan budgivaren orsakas avsevärda kostnader.

²²⁰ <http://www.aktiespararna.se/opinion/skandia.asp>.

²²¹ <http://www.investopedia.com/terms/p/proxyfight.asp>.

²²² Sandström, s. 80.

²²³ Ibid., s. 80.

²²⁴ Gilson, s. 642.

För svenskt vidkommande saknar försvarsåtgärden i mångt och mycket tillämplighet. Svensk rätt bygger på principen att rättegångskostnaderna skall bekostas av den ”tappande” parten. Detta innebär att målföretaget måste ha väl grundade och sakliga skäl till att initiera en rättslig process så att det inte får stå för motpartens rättegångskostnader. Åtgärden kan ses som tillämplig under svenska förhållanden om motivet att fördröja är överordnat de ekonomiska konsekvenserna.

6.5 Resumé

Det finns olika försvarsåtgärder som ett målföretag kan vidta för att förebygga att ett fientligt uppköpserbjudande läggs och/eller efter det att ett sådant har lagts. Möjliga försvarsåtgärder efter det att ett bud har lagts är i dagsläget begränsade av bl.a. NBK:s regler och kan förväntas bli än mer begränsade om takeover-utredningens förslag träder i kraft.²²⁵

Att företagen vidtar preventiva åtgärder i syfte att försvåra eller omintetgöra att ett fientligt uppköpserbjudande läggs kommer således att bli än mer betydelsefulla i framtiden. Några av de preventiva åtgärderna inryms inom den exekutiva kompetens som ledningen i ett företag kan ha. Flertalet av försvarsåtgärderna förutsätter dock ändringar i företagets bolagsordning och därmed att stämman med kvalificerad majoritet fattar beslut om en viss åtgärd skall vidtas eller inte. Ledningen kan således i dessa fall enbart föreslå försvarsåtgärder, men den kan inte utan stämmans samtycke genomföra dem.

Andra preventiva försvarsåtgärder är de strukturella, vilka ofta är mycket kostsamma och kräver normalt att företaget har tillgång till en mycket god finansiering. Vissa av dessa åtgärder lämpar sig dessutom endast för specifika verksamhetsområden, t.ex. för vilka tillståndsplikt föreligger. Att teckna avtal är en preventiv försvarsåtgärd, varav framför allt de externa avtalsmöjligheterna inte har tillämpats i någon större utsträckning i Sverige. Det är dessutom tveksamt om de försvarsåtgärder som innebär emission är eller kan vara tillämpliga för svenska företag, då de kan komma att strida mot bl.a. likhetsprincipen.

²²⁵ Se kap. 3.3 ”EG-rättslig reglering” samt kap. 7 ”De lege ferenda”.

7 De lege ferenda

Förvärv genom offentliga erbjudande har blivit, som tidigare nämnts, en allt mer vanlig företeelse i Sverige och övriga Europa. Utvecklingen har medfört att det i respektive land vuxit fram en nationell lagstiftning och självreglering. Regelverken skiljer sig åt i olika avseenden.²²⁶

I syfte att åstadkomma en harmonisering av regleringen av offentliga uppköpserbjudanden bland EU:s medlemsstater antog Europaparlamentet och europeiska unionens råd år 2004 det s.k. takeover-direktivet.²²⁷ Direktivet, som har haft den brittiska regleringen som förebild, syftar till att garantera aktieägare en rättvis behandling. De nya reglerna föreslås träda i kraft den 1 juli 2006.²²⁸

Direktivet har i sin utformning och till sitt innehåll i huvudsak tagit fasta på två principer. En av dessa är att skapa gynnsamma förutsättningar för en omstrukturering av det europeiska näringslivet, genom att bl.a. begränsa ledningens möjligheter att vidta försvarsåtgärder när ett erbjudande har lagts. Den andra principen innebär att ett tillfredställande minoritetsskydd måste upprättas. Direktivet slår fast att ett företag skall behandla alla aktieägare lika samt att dess ledning inte kan förhindra den enskilde aktieägaren från att självständigt ta ställning till ett offentligt erbjudande.²²⁹

Nedan kommer jag att redogöra för de konsekvenser direktivet kan få för svenska förhållanden såsom de framlagts av takeover- utredningen i SOU 2005:58 och proposition 2005/06:140. Med tanke på syftet med uppsatsen och de avgränsningar jag gjort kommer jag att framförallt lyfta fram de artiklar som är av särskilt intresse för ett målföretags möjligheter att vidta försvarsåtgärder.

7.1 Direktivets konsekvenser

Direktivet tillåter fortsatt nationell självreglering, men att denna har en förankring i offentlig reglering. För att tillmötesgå detta krav har den svenska Takeover-utredningen kommit med ett förslag som bygger på en kombination av lag och børsregler. Utredningen föreslår bl.a. att börser eller auktoriserade marknadsplatser har dessa regler och att den som lägger ett erbjudande på en sådan plats följer dessa. Dessutom föreslår utredningen att vissa av reglerna skall föras in i en ny lag för att bli mer förpliktigande.²³⁰

²²⁶ Lagrådsremiss 9 februari, s. 33.

²²⁷ Direktiv 2004/25/EG.

²²⁸ Prop. 2005/06:140, s. 1.

²²⁹ Direktiv 2004/25/EG Art. 3.1 c.

²³⁰ Förslag till lag om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

NBK:s regler föreslås fortsättningsvis utgöra grunden vid offentliga uppköpserbjudanden. Dock innehåller direktivet vissa bestämmelser som saknar direkt motsvarighet i dessa regler, varför en anpassning och komplettering måste ske.²³¹ Dessutom föreslår utredningen att vissa sanktionsmedel skall knytas till lagreglerna, bl.a. att ett erbjudande kan förbjudas eller att en straffavgift upp till 100 milj. kr kan få erläggas.²³²

Finansinspektionen föreslås även fortsättningsvis bli ytterst ansvarig för regelefterlevnaden. Den bör dock enligt förslaget få en tydligare roll som tillsynsmyndighet. Den dagliga övervakningen av att reglerna följs kommer som tidigare åvila marknadsplatserna.

7.2 Begränsad rätt till att vidta försvarsåtgärder

Artikel 9 i direktivet om uppköpserbjudanden behandlar frågan om hur ett målföretag skall agera under budtiden. Enligt artikeln får ledningen för ett målföretag inte vidta försvarsåtgärder utan att först ha inhämtat stämmans samtycke. Undantag från denna regel är att ledningen under tiden har möjlighet att söka alternativa erbjudanden från andra eventuella intressenter.²³³

Artikeln innehåll har varit föremål för en omfattande diskussion. Då Kommissionen inte kunde få tillräckligt stöd bland medlemsländerna beslöts det att artikeln skulle bli frivillig på medlemsstatsnivå.²³⁴

Med hänsyn till att Sverige sedan tidigare har NBK:s regler som dels svarar mot artikeln i direktivet, dels är bindande föreslås i propositionen att de fortsättningsvis skall vara tvingande.

Därför föreslår takeover-utredningen att vissa av reglerna skall tas in i den föreslagna lagen om offentliga uppköpserbjudande på aktiemarknaden. Den nya lagen skall omfatta alla svenska aktieföretag, vars aktier är noterade vid en börs, en auktoriserad marknadsplats eller någon annan reglerad marknad. Genom att NBK:s regler föreslås föras in i den nya lagen vill takeover-utredningen tydligt markera att ledningen för ett målföretag är förhindrad att vidta åtgärder även innan erbjudandet lämnats men ännu inte genomförts. En lagöverträdelse i detta avseende leder till kraftiga sanktioner.²³⁵

Om det föreligger särskilda skäl att frångå vad som anges i lagen, skall dispens från förbudet mot försvarsåtgärder kunna medges. Exempelvis skall

²³¹ Prop. 2005/06:140, s. 58.

²³² SOU 2005:58, s. 11.

²³³ Direktiv 2004/25/ EG Art. 9.

²³⁴ Lagrådsremiss 9 februari, s. 59.

²³⁵ Prop. 2005/06:140, s. 61.

Finansinspektionen kunna lämna dispens om kravet på att endast bolagsstämman får besluta om försvarsåtgärder.²³⁶

7.3 Bestämmelse om genombrott i bolagsordningen

Till direktivet har det knutits en bestämmelse som stadgar att det under vissa omständigheter skall vara möjligt för en budgivare att bryta igenom de kontrollmekanismer och försvarsåtgärder som målföretaget vidtagit. Denna möjlighet att enklare kunna genomföra ett uppköp benämns genombrottsregeln.²³⁷ Regeln innebär bl.a. att bestämmelser i bolagsordningen eller i avtal om röstbegränsningar inte får åberopas vid ett offentligt uppköpserbjudande. Regeln om genombrott innebär således att alla aktier i företaget skall ges samma röstvärde i samband med stämmor som föranletts av att ett offentligt uppköpserbjudande lämnats.

Att uppnå en gemensam syn på genombrottsregeln har inte varit möjligt. Av betydelse i sammanhanget har varit att medlemsländernas respektive lagregleringar kraftigt skiljer sig åt. Till exempel tillåts en ledning för ett tyskt aktieföretag aktivt motarbeta fientliga uppköpserbjudanden. Ett annat exempel är Frankrike där aktieöverlåtelser i vissa fall kan förenas med vetorätt.²³⁸ EG-domstolen har vid prövning av klausuler i vilka aktieöverlåtelserna är förenade med vetorätt kommit fram till att denna under vissa premisser kan tillåtas.²³⁹ Exempelvis kan vetorätten få tillämpas om syftet är att skydda betydande allmänna eller strategiska intressen.²⁴⁰ Alltför långtgående användning av vetorätten har dock ansetts inskränka på den fria rörligheten av kapital.²⁴¹

Med hänsyn till de invändningar som riktades mot förslaget om genombrottsregeln, inte minst från svenskt håll, kom den att bli fakultativ. I likhet med övriga medlemsländer har Sverige valt att inte föra in någon generell genombrottsregel i svensk rätt. Förutsättningen för att regeln skall kunna tillämpas är att den skrivs in i bolagsordningen. Detta förutsätter dock att majoriteten (minst nio tiondelar) av aktieägarna stödjer införandet.

Att genombrottsregeln är fakultativ medför sannolikt att den får en begränsad verkan. Uttalanden i Lagrådsremissen stödjer denna uppfattning, då det sägs att svenska företag endast undantagsvis kommer att föra in regeln i bolagsordningen.²⁴²

²³⁶ Prop. 2005/06:140, s. 81.

²³⁷ Direktiv 2004/25/ EG Art. 11.

²³⁸ Sandström, s. 140.

²³⁹ Domstolsavgörande C-503/99.

²⁴⁰ Sandström, s. 140.

²⁴¹ Domstolsavgörande C-483/99.

²⁴² Lagrådsremiss 9 februari, s. 65.

7.4 Bestämmelse om budplikt

Enligt direktivets artikel 5.1 åläggs medlemsstaterna att införa regler om budplikt. Med budplikt avses i artikeln att den som förvärvar aktier i ett företag i sådan utsträckning att ett kvalificerat innehav uppnås (dvs. 30 procent eller mer), skall vara skyldig att erbjuda sig att förvärva även resterande aktier i företaget till ett skäligt pris.²⁴³ Denna skyldighet föreligger även då budgivaren i samförstånd med andra fysiska eller juridiska personer uppnår ett kvalificerat innehav av aktierna.

För svenskt vidkommande uppfyller redan den svenska regleringen de krav på budplikt som har uppställts i direktivet. Idag finns redan NBK:s regler som reglerar detta. Reglerna innebär att den som förvärvar aktier i sådan utsträckning att han eller hon uppnår ett aktieinnehav, som motsvarar 30 procent eller mer av röstetalet för samtliga aktier i ett företag, skall erbjuda sig att förvärva även resterande aktier i företaget.²⁴⁴ I vissa delar går den svenska regleringen längre än vad direktivet kräver, t.ex. att ett erbjudande under vissa förutsättningar skall innehålla ett kontantalternativ.

Genom att NBK:s regler föreslås införas i den nya lagen om offentliga uppköpserbjudanden kommer denna plikt att göras tvingade. Dock kommer reglerna inte att ändras i materiellt hänseende då de uppfyller de krav som direktivet ställer.²⁴⁵

²⁴³ Prop. 2005/06:140, s. 56.

²⁴⁴ NBKOE III.1.

²⁴⁵ Prop. 2005/06:140, s. 57.

8 Avslutande reflektioner

Näringslivets strukturomvandling och ökade internationalisering har medfört att antalet fientliga företagsförvärv kan förväntas öka i framtiden.²⁴⁶ Därför blir det än viktigare för företagen att känna till på vilka rättsliga grunder de kan och vilket handlingsutrymme de har för att vidta försvarsåtgärder.

Vad som avses med fientligt företagsförvärv framgår inte av nuvarande regelsystem. Innebörden av begreppet ”fientligt” har tillskrivits hur ledningen för ett målföretag tolkar och bedömer förvärvet.²⁴⁷ Gränsen mellan vad som avses med ”fientligt” respektive ”icke fientligt” erbjudande är diffust och kan ses som en gråzon inom vilken budgivaren kan agera.²⁴⁸ Detta medför en rad svårigheter och komplikationer vid bedömningen av ett erbjudande, men även när och vilka försvarsåtgärder som kan vidtas.

En vanlig klassificering av försvarsåtgärder är att dela in dem efter om de kan tillämpas *före* eller *efter* att ett bud lagts. Men när kan ett bud anses vara lagt? Detta preciseras inte i NBK:s regelsystem eller i de lagar som kan aktualiseras i samband med företagsförvärv. Avtalslagens regler anger dock att ett bud kan anses vara lagt i och med att det offentliggjorts genom ett pressmeddelande. Att ett bud därmed anses vara lagt har dock AmN avvisat med hänvisning till att det inte är förenligt med god sed på aktiemarknaden. NBK:s regler gäller endast de situationer då ett erbjudande tas upp till förhandling mellan budgivaren och ledningen i företaget eller då det är lagt. Efter att budgivaren offentliggjort erbjudandet i press skall han senast inom fem veckor lägga fram ett prospekt.²⁴⁹ Vad ett prospekt skall innehålla och hur det skall utformas finns reglerat i bl.a. ABL, LHF och FFFS.²⁵⁰ Dessa regler anger dessutom att prospektet skall lämnas till BolagsV för registrering. En möjlig utgångspunkt för om ett erbjudande är lagt eller inte skulle kunna vara tidpunkten för då ett prospekt registrerats och därmed, om det inte är villkorat, blir bindande för budgivaren. Den tid som löper från att ett bud offentliggjorts till att det är registrerat skulle kunna ses som den tidsfrist ett företag har att vidta försvarsåtgärder, utan att dessa står i strid mot vad som anges i NBK. Därmed blir uppdelningen av försvarsåtgärder i *före* respektive *efter* flytande och får till viss del en underordnad betydelse.

Frågan är om förslaget till implementering av EU:s takeover- regler leder till ett förtydligande av när försvarsåtgärder får vidtas eller inte. I SOU 2005:58 om ”Ny reglering av offentliga erbjudanden” anges att förslaget till ny lag tydligare skall markera detta än idag. Den formulering som används i Takeover-utredningen motsvarar i princip vad som tidigare angetts i NBK:s

²⁴⁶ Jmf. Jonsson, s. 911 samt SOU 2005:58, s. 9.

²⁴⁷ Jmf. SOU 1990:1, s. 37 samt Öster, s. 63 f.

²⁴⁸ SOU 1990:1, s. 38.

²⁴⁹ NBKOE II.6.

²⁵⁰ Jmf. Sandström, s. 162.

regler, d.v.s. ”att ledningen, åtminstone från den tidpunkt då erbjudandet är offentliggjort, inte får genomföra en åtgärd som kan försvåra ett genomförande av erbjudandet”.²⁵¹ Samtidigt medges undantag från regeln genom att ett företag såväl före som under förvärvsprocessen har möjlighet att söka alternativa lösningar. Även i framtiden verkar det saknas klara regler för när försvarsåtgärder kan vidtas eller inte. Om reglerna överträds leder detta dock till att kraftiga sanktionsmedel kan sättas in, vilka förväntas bli än mer effektiva i framtiden.²⁵² Samtidigt är reglerna inte tvingande.

Takeover-utredningen föreslår i enlighet med direktivet att de försvarsåtgärder ett företag vidtagit före ett erbjudande lagts inte får verkställas efter det att erbjudandet har offentliggjorts.²⁵³ Framledes kan detta innebära ytterligare ett problem för att planera och genomföra försvarsåtgärder och då framför allt de som vidtas i preventivt syfte. Dock är även denna del av regeln fakultativ. Av betydelse är dessutom att utredningen primärt fokuserar på åtgärder i samband med att ett erbjudande lagts och inte på vilka åtgärder som kan genomföras i förebyggande syfte.

En betydelsefull princip vid planering och genomförande av försvarsåtgärder är att se till att de inte står i strid med den associationsrättsliga likhetsprincipen. Denna princip om likabehandling av ett företags alla aktieägare kommer till uttryck i flera olika lagtexter och paragrafer. Dock gäller inte likhetsprincipen obetingat, utan avvikelser medges i det nuvarande svenska regelsystemet förutsatt att de finns redovisade i bolagsordningen. Exempelvis kan utgivning av skuldebrev förenade med optioner ses som ett frångående från likhetsprincipen i de situationer då endast vissa aktieägare ges rätt att teckna aktier till ett förmånligt pris. Ett annat exempel är röstdifferentiering och inskränkt rösträtt. Om utformningen av dessa begränsningar bedöms stå i strid mot likhetsprincipen kan det senare komma att upphävas eller ändras genom klandertalan. Förutom att vissa av bestämmelserna i ABL är dispositiva är de även i detta avseende otydliga, varför de inte ger klara riktlinjer för vad som är acceptabelt.

Vidare utgör likhetsprincipen en grundbult i minoritetsskyddet, bl.a. genom att den skall användas vid tolkningen av generalklausulerna.²⁵⁴ Dessa tillsammans utgör viktiga förhållningsregler för ledningen i ett företag, eftersom de förbjuder beslut som kan medföra otillbörlig särbehandling av en eller flera aktieägare. En strikt tillämpning av likhetsprincipen och generalklausulerna kan dock försvåra möjligheterna för ett företag att vidta effektiva försvarsåtgärder, åtgärder som i sin förlängning skulle kunna vara till gagn för minoriteten.²⁵⁵ Situationen kan i denna bemärkelse ses som paradoxal.

²⁵¹ SOU 2005:58, s. 122.

²⁵² Ibid., s. 11.

²⁵³ Jmf. Direktiv 2004/25/ EG Art. 9 p.2.

²⁵⁴ 7 kap. 47 §, 8 kap. 41 § ABL.

²⁵⁵ Sandström, s. 196 f.

Ytterligare en associationsrättslig princip som måste vägas in vid bedömning av om en förvärvsåtgärd är tillämplig eller inte är principen om aktiers fria omsättningsbarhet. Ett flertal försvarsåtgärder avviker i större eller mindre utsträckning från denna princip genom att knyta olika föryttringsbegränsningar till aktien. Syftet med begränsningen är bl.a. att förhindra att aktier hamnar hos ”fel” aktieägare eller en alltför spridd ägarkrets. Det sistnämnda motiveras med hänvisning till att en spridd ägarkrets kan hämma en effektiv förvaltning av företaget. Enligt LBC får dock inte föryttringsbegränsningar knytas till noterade aktier. Men flera företag inom näringslivet väljer att kringgå denna regel genom att ge ut såväl noterade som onoterade aktier. Detta visar hur företagen försöker finna kreativa lösningar till gagn för den egna verksamheten.

De motiv och försvarsstrategier som ett företag kan använda sig av ger intryck av att ledningens agerande alltid är till företagets och aktieägarnas bästa. Som redovisats i denna uppsats är så inte alltid fallet. Ledningen kan även agera utifrån ett egenintresse för att på så sätt försöka ”cementera” och trygga sin egen position. Detta kan vara en av anledningarna till att vissa företag undviker att vidta försvarsåtgärder som ytterst kan innebära att ledningen får en alltför stark position.

Sammanfattningsvis bör det understrykas att de försvarsåtgärder ett företag kan använda sig av till största delen är hämtade från utlandet. Detta innebär att deras tillämpbarhet för svenska förhållanden varierar. En närmare granskning av de enskilda försvarsåtgärderna ger vid handen att de inte obetingat kan användas för svenskt vidkommande. Istället måste varje åtgärd och dess konsekvenser noggrant vägas mot det enskilda företagets situation och förutsättningar. Detta visar på svårigheterna att utveckla generella ”modeller” för möjliga försvarsåtgärder.

Käll- och litteraturförteckning

Offentligt tryck

Proposition

Prop. 2005/06:140 Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden.

Statens offentliga utredningar

SOU 1971:9 Större företags offentliga redovisning.
SOU 1971:15 Förslag till aktiebolagslag m.m.
SOU 1990:1 Företagsförvärv i svenskt näringsliv.
SOU 1990:1 Bilaga 2 Motåtgärder vid företagsförvärv.
SOU 1995:44 Aktiebolagets organisation.
SOU 2001:1 Ny aktiebolagslag.
SOU 2005:58 Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden.

Lagrådsremisser

Offentliga uppköpserbjudande på aktiemarknaden, Lagrådsremiss 9 februari, 2006, Justitiedepartementet.

Rättsfallsförteckning

NJA

1951 s. 6.

EG-domstolen

C-483/99 Commission v France [2002] ECR I-4781, 33.

C-503/99 Commission v Belgium [2002] ECR I-4809, 30.

Aktiemarknadsnämndens uttalande

AmN 1992:6 Sandvik.

Litteratur

Alvesson, Mats & Sköldbberg, Kaj, *Tolkning och reflektion-
vetenskapsfilosofi och kvalitativ metod*, Studentlitteratur, Lund 1994.
[Refereras: Alvesson]

Andersson, Curt, *Organisationsteori*, Studentlitteratur, Lund 1994.
[Refereras: Andersson]

Andrén, Nicklas & Eriksson, Tore & Hansson, Sigurd, *Finansiering*, Liber
Ekonomi, Malmö 2003.
[Refereras: Andrén m.fl.]

Bruzelius, Lars H. & Skärvad, Per-Hugo, *Integrerad organisationslära*,
Studentlitteratur, Lund 2000.
[Refereras: Bruzelius]

Falkman, Henric, *Leveraged Buyouts- En bolagsrättslig
probleminventering*, Juristförlaget JF AB, Stockholm 1992.
[Refereras: Falkman]

Gilson J., Ronald, *The law and finance of corporate acquisition*, Mineola,
Foundation Press, N.Y 1986.
[Refereras: Gilson m.fl.]

Hatch, M.J., *Organisationsteori-Moderna, symboliska och postmoderna
perspektiv*, Studentlitteratur, Lund 2002.
[Refereras: Hatch]

Hopt, Klaus & Wymeersch, Eddy, *European Takeovers- Law and practice*,
Butterworth & Co (Publishers) Ltd, London 1992.
[Refereras: Hopt]

Isaksson, Mats & Skog Rolf, *Corporate Governance in Swedish listed
companies*, in Institutional Investors and corporate Governance, eds.
Baums, Theodor & Buxbaum, Richard M. & Hopt, Klaus J., Walter de
Gruyter & Co, Berlin 1994.
[Refereras: Isaksson m.fl.]

Kedner, Gösta & Roos, Carl Martin & Skog, Rolf, *Aktiebolagslagen-En
kommentar Del I*, Norstedts gula bibliotek, Stockholm 2005.
[Refereras: Kedner]

Krüger Andersen, Paul & Jul Clausen, Nis, *Introduktion til børsretten-
børsreform II*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, Gentofte 1996.
[Refereras: Krüger]

Kågerman, Pontus, *Värdepappersmarknadens regelsystem- lagreglering,
självreglering och etik*, Nordstedt Juridik AB, Stockholm 2001.

[Refereras: Kågerman]

Moberg, Krister & Samuelsson, Per, *Börsrätt*, Norstedts Förlag, Stockholm 1989.

[Refereras: Moberg]

Nygaard, Claus, *Strategizing- en kontextuell organisationsteori*, Studentlitteratur, Lund 2002.

[Refereras: Nygaard]

Olve, Nils-Göran, *Företag köper företag- En handbok i företagsförvärv*, Industrilitteratur AB, Uppsala 1988.

[Refereras: Olve]

Rabinowitz, Laurence, *Weinberg and Blank on takeovers and mergers*, Sweet & Maxwell, London 1989.

[Refereras: Rabinowitz]

Rodhe, Knut, *Aktiebolagsrätt*, 17:e uppl., Norstedts Juridik, Stockholm 1995.

[Refereras: Rodhe]

Sandeberg af, Catarina, *Prospektansvaret- caveat emptor eller caveat venditor?*, Iustus Förlag AB, Uppsala 2001.

[Refereras: Sandeberg af]

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, Norstedts Juridik, Stockholm 2005.

[Refereras: Sandström]

Smith, Lucy, *Kampen om aktsjemarkedene-en rettslig studie av selskapsovertak og forsvarstiltak*, Universitetsforlaget, Oslo 1988.

[Refereras: Smith]

Öster, Anna, *Styrelsens ansvar vid fientliga företagsförvärv*, Juristförlaget JF AB, Stockholm 1992.

[Refereras: Öster]

Periodiskt tryck

Jonsson, Tor, "Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv", *Juridisk tidsskrift vid Stockholms universitet*, 1996/97:887-913.

[Refereras: Jonsson]

Juhlin, Eddie, "Företagsförvärven blev fler under 2005", *PointLex Legala affärer*, Mars 2006:2.

[Refereras: Juhlin]

Elektroniska källor

http://www.accenture.com/Countries/Sweden/About_Accenture/Newsroom/OkatUndersokning.htm

[Senast besökt: 060310]

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se>

[Senast besökt: 060307]

http://www.aktiespararna.se/frgor_och_svar_angende_fullmaktsinsaml.asp

[Senast besökt: 060411]

<http://www.aktiespararna.se/opinion/skandia.asp>

[Senast besökt: 060411]

http://www.bolagsstyrning.se/files/docs/Bilaga_2-Resultat_per_fraga_for_svenska_bolag.doc

[Senast besökt: 060531]

http://www.finspong.se/1900/Ind_hand/03glansande.htm

[Senast besökt: 060401]

<http://www.investopedia.com/terms/m/mbo.asp>

[Senast besökt: 060509]

<http://www.investopedia.com/university/mergers/mergers1.asp>

[Senast besökt: 060509]

<http://www.investopedia.com/university/mergers/mergers2.asp>

[Senast besökt: 060508]

<http://www.investopedia.com/terms/p/proxyfight.asp>

[Senast besökt: 060516]

<http://www.juridicum.su.se/jurweb/utbildning/specialkurs/foretagsover/Transaktionsprocessen.pdf>

[Senast besökt: 060510]

<http://www.kinnevik.se/default.asp?ML=2810>

[Senast besökt: 060221]

<http://www.nbk.ihb.se/om.htm>

[Senast besökt: 060321]

http://www.naringslivetsborskommitte.se/regler/Takeover_20030901_v3.pdf

[Senast besökt: 060424]

<http://www.riksdagen.se/Webbnav/index.aspx?nid=7175&nr=29&utsk=LU&rm=2005/06>

[Senast besökt: 060607]

<http://www.sweden.gov.se/content/1/c6/06/10/99/346d2d0f.pdf>

[Senast besökt: 060512]