



JURIDISKA FAKULTETEN  
vid Lunds universitet

Cecilia Lind

Intressekonflikter mellan ledning  
och aktieägare vid ett fientligt  
uppköpserbjudande  
-med försvarsåtgärderna som exempel

Examensarbete  
30 HP

Handledare  
Docent Katarina Olsson

Ämnesområde  
Associationsrätt/Börsrätt

Termin  
VT 08

# Innehåll

<b>SUMMARY</b>	<b>1</b>
<b>SAMMANFATTNING</b>	<b>3</b>
<b>FÖRORD</b>	<b>4</b>
<b>FÖRKORTNINGAR</b>	<b>5</b>
<b>1 INLEDNING</b>	<b>6</b>
1.1 Bakgrund	6
1.2 Syfte och avgränsningar	7
1.3 Metod och källor	7
1.4 Disposition	8
1.5 Grundläggande förutsättningar	9
<b>2 CORPORATE GOVERNANCE</b>	<b>10</b>
2.1 Corporate governance utveckling	10
2.2 Vad är corporate governance?	11
2.3 Principal- agentteorin	12
<b>3 SVENSK KOD FÖR BOLAGSSTYRNING</b>	<b>16</b>
3.1 Kodens historia och syfte	16
3.2 Kodens regler	17
3.3 Kodens effektivitet	18
<b>4 OFFENTLIGA UPPKÖPSERBJUDANDEN</b>	<b>20</b>
4.1 Offentliga uppköpserbudanden	20
4.2 Motiv till förvärv	21
4.3 Rättslig reglering	21
4.3.1 Takeoverdirektivet	22
4.3.2 Lagen om offentliga uppköpserbudanden	22
4.3.3 Stockholmsbörsens takeoverregler	23
4.4 Näringslivets självreglering	23

4.5	Aktiemarknadsnämnden	24
4.6	Finansinspektionens roll	25
4.7	Kollegiet för Svensk bolagsstyrning	25
<b>5</b>	<b>FIENTLIGA UPPKÖP SERBJUDANDEN</b>	<b>27</b>
5.1	När föreligger ett fientligt bud?	27
5.2	Målbolagsledningens uttalande	28
5.3	Potentiella intressekonflikter mellan ledning och aktieägare vid fientliga uppköpserbudanden	29
<b>6</b>	<b>FÖRSVARSA T G Ä R D E R</b>	<b>31</b>
6.1	När tillämpas försvarsåtgärder?	31
6.2	Exempel på försvarsåtgärder	34
6.2.1	Val av styrelseledamöter	34
6.2.2	Poison Pills	35
6.2.3	Röstvärdesdifferentiering	35
6.2.4	Strukturella försvarsåtgärder	36
6.2.5	Försäljning av målbolagets tillgångar	36
6.3	Försvarsåtgärder i praxis	37
6.4	Målbolagsledningens potentiella utnyttjande av försvarsåtgärderna	39
<b>7</b>	<b>HANTERING AV INTRESSEKONFLIKTERNA</b>	<b>41</b>
7.1	Incitamentsprogram	41
7.1.1	Lojalitetsplikten	42
7.1.2	Vinstbegreppet	43
7.1.3	Jävsregler för styrelseledamot och VD	43
7.2	Sanktioner/Straff	43
7.3	Aktiva aktieägare	44
7.4	Marknaden själv	45
<b>8</b>	<b>DE LEGE FERENDA</b>	<b>47</b>
<b>9</b>	<b>AVSLUTANDE REFLEKTIONER</b>	<b>49</b>
	<b>KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING</b>	<b>51</b>

# Summary

This thesis addresses the conflicts of interest that may arise between shareholders and the management in a limited company in the event of a hostile takeover. The thesis is based on results from the corporate governance debate and the principal- agent theory, where the management is considered to represent the agent and the shareholders the principal. As a result, I focus on the shareholder perspective throughout the thesis. In order to apply the theory to a tangible problem, I have chosen to examine the defense measures and their function as well as their application.

The main problems with the principal- agent theory are the asymmetry of information between the parties and moral hazard. In order to resolve the problems, certain costs arise, such as incentive programs and monitoring. These costs are referred to as agency costs. In each limited company the directors and officers manage the shareholders invested capital. According to the Swedish Companies Act this capital shall be managed in the interest of the shareholders, meaning the capital is converted into profit. Moral hazard refers to the fact that the shareholders cannot be assured that the management will act in their best interests, that is to increase profit. This is why incentive programs for management must be introduced, but also why the management must be monitored. These measures lead to costs which the shareholders must bear.

During a hostile takeover, one can easily interpret the interests of the management as well as of the shareholders. An offer to purchase becomes hostile due to the fact that the management has either rejected it or no prior negotiation took place before the bid was given to the shareholders. The reasons why the management rejects an offer are many, but most commonly because the bid is too low in relation to the company's true value. The information regarding the value of the company is available exclusively to the management and the shareholders rarely have the knowledge to interpret the information, especially the minority shareholders. According to several surveys, the management rejects the takeover bid because the officers and directors have a fear of being replaced by the purchaser, as this is fairly common when there has been a change of control. If the management acts according to these fears it does not serve in the shareholders' best interests. Other surveys also show that hostile takeover bids usually include a higher rate of compensation to the shareholders than a negotiated takeover.

The defense measures are examples of instruments which make it possible to restrict or impede the implementation of a public bid. Despite rigorous rules on when and how these measures may be utilized, they are frequently used by the management of target companies. For example, the target company has the right to seek out other potential bidders after a bid has been presented. In such a situation it is tremendously difficult to prove whether the management has acted in the shareholders' best interest or in

the interest of the management. The true purpose of the defense measures is to ensure that the bid is as profitable as possible to the shareholders of the target company. This can be achieved by trying to persuade the bidder to raise his bid.

# Sammanfattning

Uppsatsen behandlar de intressekonflikter som kan uppstå mellan aktieägare och ledning i ett aktiebolag vid händelse av ett fientligt uppköpserbud. Uppsatsen bygger på en corporate governancediskussion med principal-agentteorin som utgångspunkt där ledningen är agent och aktieägarna är principaler. Detta innebär att jag intar ett aktieägarperspektiv genom hela uppsatsen. För att applicera teorin på ett potentiellt verkligt problem har jag valt att se på försvarsåtgärderna och dess tillämpning.

Problemen enligt principal-agentteorin bygger på informationsasymmetri parterna emellan samt så kallad moral hazard. För att komma till rätta med problemen uppstår kostnader i form av incitament och övervakning. Dessa kallas gemensamt för agentkostnader. I ett aktiebolag finns en ledning som förvaltar aktieägarnas insatta kapital och detta kapital skall - enligt aktiebolagslagens regler om vinstsyfte - ledningen förvalta ur aktieägarnas intresse vilket med andra ord innebär att generera vinst. Ett exempel på moral hazard är att aktieägarna inte alltid kan vara säkra på att ledningen kommer att agera enligt vinstsyftet och aktieägarna måste därför locka med incitament men även övervakning av ledningen vilket bidrar till kostnader för aktieägarna.

Vid ett fientligt uppköpserbud går det att tydligt utläsa ledningens och aktieägarnas olika intressen. Anledningen till att ett uppköpserbud anses vara fientligt som sådant beror på att ledningen antingen har avvisat budet eller att det inte skett någon förhandling med dem innan budet lämnades till aktieägarna. Anledningarna till att ledningen avvisar ett bud kan vara många, men den mest förekommande anledningen är att budet är för lågt i förhållande till bolagets värde. Informationen om bolagets värde är något som ledningen i princip har monopol på och något som aktieägarna har svårt att tyda, åtminstone minoritetsaktieägarna. En annan risk som föreligger är, enligt flera undersökningar, att ledningen avvisar budet av rädsla för att bli avsatta av förvärvaren då detta är ett mycket vanligt tillvägagångssätt efter det att ett ägarskifte har skett. Detta innebär att kravet att hela tiden ha sina aktieägares intressen i fokus åsidosätts. Det finns även undersökningar som visar att ett fientligt uppköpserbud oftast innebär en högre ersättning till aktieägarna i målbolaget än vid ett förhandlat köp.

Försvarsåtgärderna är eventuella verktyg för att stoppa eller försvåra genomförandet av ett offentligt bud. Trots stränga regler hur dessa får tillämpas kan de användas opportunistiskt av ledningen i målbolaget. Målbolaget har exempelvis rätt att efter ett bud har lagts söka efter andra potentiella budgivare. Det är i en sådan situation mycket svårt att visa om agerandet har skett i aktieägarnas intresse eller i ledningens egenintresse. Försvarsåtgärdernas egentliga syfte är att göra budet så förmånligt som möjligt för aktieägarna i målbolaget genom att t.ex. förmå budgivaren att höja sitt bud.

# Förord

Jag skulle vilja börja med att tacka min handledare Katarina Olsson för bra vägledning och tillgänglighet. Du har alltid varit snabb att svara på frågor och din positiva personlighet har fått mitt arbete med denna uppsats att kännas betydligt lättare.

Sen vill jag tacka min familj som alltid tror på mig och som stöttar mig i allt jag gör. Tack för att ni orkar lyssna på mig.

Avslutningsvis vill jag tacka min sambo Christoffer som står ut med mig och stöttar mig trots mitt dåliga humör när saker inte går min väg. Tack för alla leenden du har gett mig under tiden, de har hjälpt mig framåt.

Lund maj 2008

*Cecilia Lind*

# Förkortningar

ABL	Aktiebolagslag (2005:551).
AMN	Aktiemarknadsnämnden.
Budbolag	Det bolag som lämnar ett uppköpserbudande.
ECGI	European Corporate Governance Institute.
FI	Finansinspektionen.
KL	Konkurrenslagen (1993:20).
LHF	Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument.
LUA	Lagen (2006:451) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden.
Målbolag	Det bolag vars värdepapper är föremål för ett uppköpserbudande.
NBK	Näringslivets Börskommitté.
NGM	Nordic Growth Market.
OECD	Organisation for Economic CO-operation and Development.
VD	Verkställande direktör.



# 1 Inledning

## 1.1 Bakgrund

Takeover erbjudanden, eller offentliga uppköpserbjudanden som de även kallas i Sverige, är en vanligt förekommande omstrukturering i det svenska näringslivet. Under perioden 1990-2004 lämnades 358 uppköpserbjudanden till svenska bolag med aktier noterade på någon av de svenska aktiemarknadsplatserna Stockholmsbörsen, NGM eller Aktietorget.<sup>1</sup>

När ett offentligt uppköpserbjudande planeras är det många frågor som ställs på sin spets eftersom erbjudandet oftast har en mycket stor inverkan på näringslivet och börsvärdet. För att komma tillrätta med icke seriösa bud har lagstiftaren ställt upp vissa krav på att budgivaren ska kunna visa att han kan och har den ekonomiska förmågan att genomföra förvärvet. Men min avsikt med denna uppsats är inte att se på företagsförvärv i sig utan på hur ett företag styrs och av vilka.

Hur ett företag styrs är en mycket bred och övergripande fråga men ändå så relevant. Frågor om corporate governance, eller bolagsstyrning som det är översatt med i svensk doktrin, har diskuterats livligt inom näringslivet de senaste åren och efter varje stor företagsskandal intensifieras debatten. I Sverige fick vi för inte så länge sedan en kod för bolagsstyrning som innehåller regler för att nå bra corporate governance. Denna kod har förankring i internationell corporate governance men är samtidigt anpassad till svenska förhållanden och svensk rätt.<sup>2</sup>

Uppsatsen utgår från ett corporate governance perspektiv och den ekonomiska teorin om principal- agentproblemet och de intressekonflikter som den teorin fokuserar på. Principal- agentproblem finns i alla situationer där det finns en principal och en agent som har motstående intressen. I detta fall rör det sig om aktieägarna som vill se kapitalökning på sitt insatta kapital och en ledning som ska förvalta detta kapital men som själva kan ha helt andra intressen. Ett fientligt uppköpserbjudande innebär att ledningen i målbolaget har avstått från att rekommendera sina aktieägare att acceptera det offentliga budet och försvarsåtgärderna kan i sin tur användas av målbolagsledningen för att försvåra eller rentav förhindra budets genomförande. Försvarsåtgärderna är intagna i uppsatsen för att ge läsaren ett konkret exempel på hur intressekonflikterna mellan ledningen och aktieägarna i målbolaget kan visa sig när ledningen använder sig av dessa..

---

<sup>1</sup> SOU 2005:58, sid. 51.

<sup>2</sup> SOU 2004:130, sid. 17.

## 1.2 Syfte och avgränsningar

Syftet med denna uppsats är att, utifrån principal- agentteorin, studera de intressekonflikter som kan uppstå mellan ledningen och aktieägarna vid ett fientligt uppköpserbud och med särskilt fokus på användningen av försvarsåtgärder. Dessa intressekonflikter har sin grund i diskussionen kring corporate governance. Min utgångspunkt är svensk rätt och svenska bolag men för att kunna föra en djupare diskussion har jag studerat den internationella corporate governance debatten och då främst den amerikanska eftersom det är därifrån corporate governance härstammar.

Det företag som ligger till grund för min uppsats är ett större svenskt noterat bolag som blir föremål för ett fientligt uppköpserbud. Jag tar enbart sikte på de transaktioner som inleds och framdrivs av köparsidan och som är inriktade på målbolagets aktier. Inkråmsköp är således uteslutna. Uppsatsen tar sin utgångspunkt i svensk rätt och svensk självreglering. Om det skulle förekomma hänvisningar till utländsk rätt är det enbart för att ge ett exempel eller en förklaring på något i svensk rätt som härstammar från utländsk rätt.

När jag hänvisar till marknadsplatsernas egna regler har jag valt att enbart nämna Stockholmsbörsens regler då de är mest förekommande samt att reglerna på de olika marknadsplatserna till större delen överensstämmer med varandra.

När jag talar om företagsledningen syftar jag på både styrelsen och VD i bolaget eftersom även VD har ett stort inflytande i bolaget och oftast är den drivande kraften bakom användningen av försvarsåtgärder.<sup>3</sup>

## 1.3 Metod och källor

Den metod jag använder mig av är rättsdogmatisk och jag utgår således från lagstiftning, förarbeten och doktrin. Dock är bolagsrätten och börsrätten inte tillräckligt omfattande på området och mycket av regleringen finns i näringslivets självreglering. Även om näringslivets självreglering inte anses vara en traditionell rättskälla utgör den indirekt gällande rätt genom att t.ex. Stockholmsbörsens noteringsavtal förbinder de noterade bolagen att följa den samt att den utgör en form av bolagsrättslig praxis genom Aktiemarknadsnämndens uttalanden. Jag har med anledning av det ovan nämnda samt att den spelar en viktig roll i näringslivet, dels vid konflikter och dels som vägledning, valt att redogöra för den. Det finns regler i associationsrätten och börsrätten men även inom konkurrensrätten och arbetsrätten. De två senare områdena kommer jag inte att diskutera närmare.

Det blir även ett inslag av rättsekonomiska argument då jag fokuserar mycket på principal- agentteorin vilken härstammar därifrån. Att jag utgår från principal- agentteorin innebär att jag har ett aktieägarperspektiv på

---

<sup>3</sup> Jonsson, Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv, sid. 887.

uppsatsen, dvs. att det är aktieägarnas intressen som står i centrum. Målet med deras intressen är att uppnå en värdeökning på sitt satsade kapital. Med denna utgångspunkt innebär corporate governance en diskussion om incitament och kontroll för att uppnå aktieägarnas mål och för att skydda aktieägarnas intressen.<sup>4</sup>

Min avsikt är att så långt som möjligt använda mig av förstahandskällor, dvs. lagar och förarbeten, men på vissa ställen är det en andrahandskälla som jag refererar till. Vad gäller den danska avhandlingen av Schans Christensen har jag valt att lägga relativt stor vikt vid den då den svenska och den danska bolagsrätten är likvärdig på just det område som jag ska diskutera. De undersökningar som jag refererar till på olika ställen i uppsatsen är gjorda på amerikanska bolag om jag inte har skrivit något annat. Dessa undersökningar har jag även valt att referera till utifrån andrahandskällor då det är flera författare som har hänvisat till dem och de har gjort det överensstämmande.

Jag har valt att använda mig av det internationella begreppet corporate governance då det känns mest naturligt eftersom debatten i sig är av internationell prägel. Begreppets innebörd kommer jag dock att förklara utifrån svensk rätt och det är den svenska innebörden som jag utgår ifrån i uppsatsen<sup>5</sup>. Det finns flera olika teorier som har påverkat utvecklingen av corporate governance utöver principal- agentteorin. Några exempel på dessa teorier är transaction cost economics, stakeholder, stewardship, class hegemony samt managerial hegemoni. Men den teori som har haft mest inverkan på corporate governance utvecklingen är principal- agentteorin vilken också därför är den som jag kommer att använda som utgångspunkt i min uppsats. Övriga teorier lämnar jag åt sidan.<sup>6</sup>

## 1.4 Disposition

Jag inleder med att diskutera corporate governance och den teori, principal-agentteorin, som är mest förknippad med corporate governance för att ge läsaren en grund till det problem som ska diskuteras senare i uppsatsen. En av de mest omfattande reglingarna av corporate governance i Sverige idag är Svensk kod för bolagsstyrning och jag har därför valt att diskutera den i eget avsnitt. Därefter följer en redovisning av regelverket kring offentliga uppköpserbjudanden för att sedan övergå till en mer djupgående diskussion kring fientliga uppköpserbjudanden och de potentiella intressekonflikter som kan uppstå vid ett sådant erbjudande. Därefter studerar jag en del av de olika försvarsåtgärder som finns att tillgå samt målbolagsledningens agerande i fientliga situationer.

Jag fortsätter därefter med att studera olika sätt att hantera intressekonflikterna på för att sedan runda av min uppsats med ett de lege

---

<sup>4</sup> Kim, Nofsinger, Corporate governance, sid. 147.

<sup>5</sup> Se närmare avsnitt 2.

<sup>6</sup> Mallin, Corporate Governance, sid. 10, 16.

feranda avsnitt och en diskussion om framtida utveckling på området. Jag avslutar min uppsats med egna reflektioner över ämnet.

## **1.5 Grundläggande förutsättningar**

Jag utgår från att läsaren har en grundläggande kunskap om svensk aktiebolagsrätt samt hur kompetensen bolagsorganen emellan är fördelad enligt Aktiebolagslagens regler. Detta innebär att jag inte kommer att gå närmare in på kompetensfördelningen mellan styrelse, VD, bolagsstämman och revisor. Jag kommer inte heller att gå närmare in på aktiebolagets struktur utan jag förutsätter att läsaren har grundläggande kunskaper även på det planet. Däremot diskuterar jag bolagets organisation och då främst styrelsens sammansättning ur ett corporate governanceperspektiv i avsnitt 4.2 om Kodens regler eftersom det är en viktig del av Kodens innehåll och syfte.

## 2 Corporate governance

I detta kapitel kommer jag att diskutera corporate governance, dess historia, syfte och användningsområde. Jag kommer även att beskriva principal-agentteorin och de problem som den teorin fokuserar på.

### 2.1 Corporate governance utveckling

Corporate governance kan härledas tillbaka till 1600-talet och handelskompanierna som var verksamma på den tiden. En föregångare till aktiebolaget utvecklades då som en teknik för kapitalanskaffning samt som en följd av att investerare inte ville vara ansvariga för mer än den insats som de bidragit med.<sup>7</sup>

I modern tid har corporate governance utvecklats genom företagsskandaler och uppkom i USA på 1980-talet som en reaktion mot de egenmäktiga bolagsledningarna som hade agerat i strid med sina aktieägares intressen. Stora institutionella ägare började då upprätta corporate governance guidelines för att försöka upprätta en högre standard på bolagsstyrningen.<sup>8</sup> Teorin om corporate governance kom till Europa genom Storbritanniens bolagsskandaler och Cadbury-rapporten<sup>9</sup> som upprättades med anledning av dessa skandaler på 1990-talet.<sup>10</sup> Stora och välkända företagsskandaler i USA är t.ex. energiföretaget Enrons konkurs som ledde till att tusentals anställda förlorade sina pensioner och sina jobb och företaget Worldcoms skandal. Dessa och flera andra företagsskandaler under åren 2000 till 2002 innebar ett stort bristande förtroende hos investerare och en markant sjunkande aktiekurs. För att försöka återupprätta detta förtroende skapade USA Sarbanes Oxley Act, SOX, som år 2002 skrevs under av dåvarande president George W. Bush och SOX blev därigenom bindande lag i USA.<sup>11</sup>

Under 1990-talet började corporate governance diskuteras i Sverige och Aktiespararna utkom med den första svenska ägarpolicy som innehöll rekommendationer om hur ett bolag bör styras. Efter upprättandet av den ägarpolicy tillkom fler riktlinjer och rekommendationer från näringslivets självregleringsorgan. Corporate governancedebatten inleddes dock på allvar år 1993 när Aktiespararna ifrågasatte och stoppade det planerade samgåendet mellan Volvo och Renault.<sup>12</sup>

---

<sup>7</sup> Sevenius, Bolagsstyrning, sid. 27-30.

<sup>8</sup> [www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se).

<sup>9</sup> Cadbury rapporten finns att läsa i sin helhet på ECGI:s hemsida, <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.

<sup>10</sup> SOU 2004:46, sid. 7.

<sup>11</sup> Weston, Takeovers, restructuring, and corporate governance, sid. 560.

<sup>12</sup> [www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se).

## 2.2 Vad är corporate governance?

Det finns flera olika definitioner på vad corporate governance innebär och jag har här valt att redovisa de som är globalt erkända men även de som Sverige har valt att använda. Skillnaden mellan de olika definitionerna är deras bredd, dvs. hur omfattande de är. Vissa inriktar sig enbart på aktieägarna som t.ex. Kodgruppens definition medan andra inriktar sig på stakeholders, dvs. alla de som påverkas av ett bolag som t.ex. OECD:s definition.

Enligt Kodgruppen<sup>13</sup> handlar corporate governance ”om att bolagen styrs på ett sätt som gör att de uppfyller ägarnas krav på avkastning på det investerade kapitalet och därigenom bidrar till samhällsekonomins effektivitet och tillväxt”<sup>14</sup>. Kollegiet för bolagsstyrning förklarar att corporate governance ”...handlar i grunden om hur bolag, som inte leds av sina ägare, ska drivas med sina ägares intresse för ögonen.”<sup>15</sup> God bolagsstyrning innebär att bolaget styrs med aktieägarnas intressen i fokus och till följd av detta stärks allmänhetens förtroende för företagen och förutsättningar för en god kapitalförsörjning av svenskt näringsliv ökar<sup>16</sup>. Enligt OECD är corporate governance ”...one key element in improving economic efficiency and growth as well as enhancing investor confidence. Corporate governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined. Good corporate governance should provide proper incentives for the board and management to pursue objectives that are in the interest of the company and its shareholders and should facilitate effective monitoring”<sup>17</sup>. I Cadbury rapporten förklaras corporate governance som ”...is the system by which companies are directed and controlled.”<sup>18</sup> Schleifer och Vishny förklarar begreppet corporate governance med att det ”...deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves a of getting a return of their investment”<sup>19</sup> Det finns således ett flertal olika definitioner av corporate governance men jag har valt att använda mig av Kodgruppens definition eftersom det är den som svensk rätt använder sig av.

I diskussionen kring corporate governance brukar en uppdelning göras mellan å ena sidan de kontinentaleuropeiska länderna, t.ex. Tyskland och å andra sidan de angloamerikanska länderna, t.ex. USA och Storbritannien. Denna uppdelning beror främst på de olika ägarstrukturerna som präglar

---

<sup>13</sup> Kodgruppen är en arbetsgrupp som utsågs av regeringen år 2003 med uppgift att utveckla en svensk kod för bolagsstyrning, SOU 2004:46, sid. 3.

<sup>14</sup> Koden, Inledning, sid. 4.

<sup>15</sup> [www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se).

<sup>16</sup> [www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se).

<sup>17</sup> OECD principles, sid. 11.

<sup>18</sup> Cadbury rapporten punkten 2.5, sid. 15.

<sup>19</sup> Schleifer, Vishny, A survey of corporate governance, sid. 737.

företagen i de olika länderna. I USA är det mer vanligt med spritt ägande medan ägandet i Tyskland är mer koncentrerat. Andra anledningar till denna uppdelning är att takeover erbjudanden är mer vanliga i USA än i Tyskland samt att bolagens organisation skiljer sig åt på flera punkter.<sup>20</sup> För Sveriges del innebär detta att vi ligger lite mittemellan den angloamerikanska och den kontinentaleuropeiska modellen. Bolagen i Sverige har ett relativt koncentrerat ägande men takeover aktiviteten är trots detta hög och marknaden för företagskontroll påminner mycket mer om den angloamerikanska än den kontinentaleuropeiska.<sup>21</sup>

Corporate governance handlar idag inte bara om bolagsstyrning utan också om förtroendet för näringslivet, eller kanske snarare att återfå förtroendet efter de senaste årens företagsskandaler. Att upprätta förtroendet för näringslivet eftersträvas då det i sin tur leder till minskad statlig kontroll, ökat intresse från kunder, anställda och investerare, samt minskade transaktionskostnader. Alla dessa positiva effekter som ett ökat förtroende innebär leder till att corporate governance är något som intresserar både lagstiftare, ägare och företagsledningar.<sup>22</sup>

## 2.3 Principal- agentteorin

Principal- agentteorin utvecklades av Coase på 1930-talet och vidare utvecklades därefter av Jensen och Meckling, Fama och Jensen m.fl.<sup>23</sup>

Ett principal- agentförhållande har av Jensen och Smith förklarats vara

*”...a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.”<sup>24</sup>*

Denna definition av ett principal- agentförhållande är generell vilket innebär att den kan appliceras på flera olika förhållanden.<sup>25</sup> I mitt fall är det förhållandet mellan ledning och aktieägare i ett aktiebolag som är för handen. Ledningen är således agenten medan aktieägarna är principalen och det är denna agentrelation som är den mest omtalade inom corporate governance.<sup>26</sup> Även Jensen och Meckling ser förhållandet mellan ledning och aktieägarna i ett aktiebolag som ett rent agentförhållande.<sup>27</sup>

---

<sup>20</sup> SOU 2004:46, sid. 11-12.

<sup>21</sup> SOU 2004:46, sid. 13-14.

<sup>22</sup> Brülde, Affärsetik, sid. 17.

<sup>23</sup> Coase, The nature of the firm, Jensen, Meckling, The Theory of the firm, Fama, Jensen, Separation of ownership and control samt Agency Problems and Residual Claims.

<sup>24</sup> Jensen, Meckling, The theory of the firm, sid. 308.

<sup>25</sup> Jensen, Meckling, The theory of the firm, sid. 309.

<sup>26</sup> Mallin, Corporate Governance, sid. 10-11.

<sup>27</sup> Jensen, Meckling, The theory of the firm, sid. 309.

Principal- agentteorin fokuserar på problemen kring risker, moral hazard, och kostnader, agency costs, och jag har för avsikt att nedan diskutera detta närmare.

Problemet uppstår, enligt agentteorin, då ägandet skiljs från ledningen och aktieägandet sprids ut vilket i sin tur innebär att ägarna inte längre kan kontrollera sitt bolag lika lätt eftersom de är så många till antalet. Detta är ett fenomen som upptäcktes av Berle och Means på 1930-talet och som sedan dess har fortsatt att diskuteras flitigt inom corporate governance doktrinen.<sup>28</sup> Även Jensen och Meckling anser att problemet mellan ledning och aktieägare har sin grund i separationen av ledning och kontroll.<sup>29</sup> Det är även denna uppdelning av ägande och styrning som Adam Smith redan på 1700-talet syftar på i sitt kända citat nedan, men på den tiden diskuterades inte problemet i corporate governance termer.

*”The directors of such (joint-stock) companies, however, being managers rather of other peoples money than their own, it cannot be well expected that they would watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own... Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.”<sup>30</sup>*

Jensen och Meckling är de forskare som på 1970-talet utvecklade agentteorin och teorin om agentkostnader. I deras välkända arbete ”The theory of the firm” från 1976 beskriver de hur agenten och principalen är nyttomaximerare och att detta leder till olika intressen dem emellan och att agenten därför inte alltid kan förväntas agera i sin principals intresse. Det var även Jensen och Meckling som utvecklade agentteorin till att se på aktiebolaget som ”a nexus of contracts”, som ett nätverk av kontrakt och att problemet med dessa kontrakt är att de aldrig kan bli kompletta.<sup>31</sup> Anledningen till att kontrakten brister är att det inte går att förutse alla tänkbara framtida händelser. En lösning skulle kunna vara att låta aktieägarna bestämma allt men det är inte möjligt då de inte besitter tillräcklig kunskap för att ta tillfredsställande beslut vilket även är anledningen till att det finns en ledning från första början.<sup>32</sup> Det är för att täcka dessa brister i kontraktet som aktieägarna använder sig av övervakning och incitament som i sin tur ger upphov till kostnader för aktieägarna. Dessa kostnader kallas agentkostnader.<sup>33</sup>

Ett annat problem är att agenten, dvs. ledningen i detta fall, oftast har tillgång till mer information än principalen vilket sätter principalen i ett informationsunderläge. Problemet med denna informationsasymmetri

---

<sup>28</sup> Tirole, The theory of corporate finance, sid. 15 med hänvisning till Berle, Means, The modern corporation and private property från 1932.

<sup>29</sup> Jensen, Meckling, The theory of the firm, sid. 309.

<sup>30</sup> Smith, Inquiry into the Causes of the Wealth of Nations, sid. 330-331.

<sup>31</sup> Jensen, Meckling, The theory of the firm, sid. 308-309.

<sup>32</sup> Shleifer, Vishny, A survey of corporate governance, sid. 741.

<sup>33</sup> Mallin, Corporate Governance, sid. 10-11.



grundar sig i att ledningen är den som står företaget närmast och därför har förstahandsinformation om hur företaget ligger till rent ekonomiskt. Aktieägarna i sin tur får denna information från ledningen i ett andra led och kan enligt agentteorin inte vara helt säkra på att all information överförs till dem utan modifikationer. Aktieägarna får således osäker andrahandsinformation. Detta i sin tur medför kostnader för kontroll, och för företagen är det t.ex. kostnaden för att anställa en revisor. Detta är kostnader som företaget står för och indirekt blir det en kostnad för aktieägarna. Även dessa kostnader kallas agentkostnader.<sup>34</sup> Jensen och Meckling säger även att det i princip är omöjligt att få agenten att ta optimala beslut i principalens intresse utan några som helst kostnader.<sup>35</sup>

Principal- agentproblemet kan således förklaras med att aktieägarna presumeras vilja få ut så mycket av sin investering i pengar medan ledningen har helt andra intressen som t.ex. ett stort lyxigt kontor eller helt enkelt sitt rykte, vilket är på aktieägarnas bekostnad.<sup>36</sup> Av alla anställda i ett bolag är det ledningen som lättast kan lura aktieägarna eftersom de innehar mest kontroll och makt över bolaget.<sup>37</sup> Att ledningen är mer intresserad av att ha tillgång till ett jetplan än att öka aktievärdet är troligtvis det minst kostsamma problemet. Mer kostsamt är det om ledningen expanderar företaget mer än vad som är försvarbart med hänvisning till bolagets verksamhetsföremål. Av ABL 3:3 e contrario kan man utläsa att ett aktiebolags huvudsakliga syfte ska vara att bereda aktieägarna vinst. Däremot är det känt att ledningens inkomster, prestige och övriga förmåner är beroende av företagets storlek och utveckling mer än avkastningen på dess aktier. Detta kan innebära att ledningen inte uppfyller kravet på vinst till aktieägarna utan istället arbetar för att öka företagets produktion, försäljning och realkapital.<sup>38</sup> Mest kostsamt är det om ledningen lyckas behålla sina positioner i bolaget i lägen när de inte borde vara kvar, dvs. när de är ineffektiva och inkompetenta.<sup>39</sup> I ett företag med ett mycket spritt ägande blir ledningens makt stark eftersom övervakningskostnaderna är för stora och värdet för övervakningen för lågt för den enskilde aktieägaren som därför väljer att åka snålskjuts på övrigas övervakningsarbete. Detta ger ledningen ett betydande handlingsutrymme och risken för att de gynnar sig själva framför aktieägarna ökar.<sup>40</sup> Denna typ av problem förekommer även i mindre företag med mer koncentrerat ägande dock inte alls i samma utsträckning.<sup>41</sup>

Alla de problem som jag har diskuterat ovan kan samlas under benämningen moral hazard. Moral hazard härstammar från försäkringsrätten. När en försäkringstagare väl har tecknat en försäkring kan han själv påverka utfallet

---

<sup>34</sup> Sevenius, Bolagsstyrning, sid. 92-93.

<sup>35</sup> Jensen, Meckling, The theory of the firm, sid. 308.

<sup>36</sup> Dahlman, Rättsekonomi, sid. 196-197.

<sup>37</sup> Kim, Nofsinger, Corporate Governance, sid. 4.

<sup>38</sup> SOU 1990:1, sid. 87.

<sup>39</sup> Shleifer, Vishny, A survey of corporate governance, sid. 743, med hänvisning till Jensen och Ruback.

<sup>40</sup> Monks, Corporate governance, sid. 95.

<sup>41</sup> Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, sid. 28.

av den utan att motparten kan hindra det. Dock är försäkringsgivaren medveten om detta och ställer upp flera krav som ska vara uppfyllda för att en skada ska anses ersättningsgill. Applicerat på aktiebolagsrätten innebär moral hazard att aktieägaren har ett övervakningsproblem beträffande hur företagsledningen förvaltar hans kapital. Agentteorin utgår ju från att ledningen och aktieägarna har olika intressen. När aktieägarna utsett styrelse och styrelsen i sin tur utsett VD som ska sköta den löpande förvaltningen är det svårt för aktieägarna att i detalj övervaka att dessa bolagsorgan verkligen tillgodoser aktieägarnas bästa.<sup>42</sup> Vad som är intressant att tänka på i detta sammanhang är att när man som privatperson tecknar en försäkring inte från början har någon som helst tanke på att utnyttja sin försäkring illojalt men att det vid en senare tidpunkt ändå kan bli så med anledning av omständigheterna som råder då. På samma sätt kan ledningens avsikter ändras med tiden.<sup>43</sup>

Sammanfattningsvis utgår således principal- agentteorin från att ett agentförhållande har flera brister. Dessa brister kan bero på att agenten agerar i egenintresse istället för i sin principals intresse eller bara delvis agerar i sin principals intresse. Agentens agerande är således opportunistiskt. Agenten kan också missbruka sitt förtroende på andra sätt genom att inte ta de risker som principalen förväntar sig då agenten anser att dessa risker inte gynnar hans egna intressen. Alla dessa problem ger upphov till agentkostnader. Problemet ligger således i grund och botten i att det är aktieägarna som har investerat och står den ekonomiska risken samtidigt som de endast har en begränsad möjlighet att kontrollera hur företaget styrs och hur deras kapital verkligen förvaltas. I ett noterat bolag kan det vara så att makten ligger hos personer som inte har tagit någon ekonomisk risk överhuvudtaget eller endast har ett mycket litet aktieinnehav. Ledningen har därför inga egna ekonomiska konsekvenser att tänka på när de tar beslut och med anledning av detta finns det inget som garanterar att deras beslut tas i aktieägarnas intresse.<sup>44</sup>

---

<sup>42</sup> Nord, Thorell, Intressekonflikter och finansiella marknader, sid. 66.

<sup>43</sup> Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, sid. 25.

<sup>44</sup> Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, sid. 80.

# 3 Svensk kod för bolagsstyrning

Regler för bolagsstyrning finns i Sverige på flera håll i både lagstiftning och självreglering. För börsnoterade bolag finns dessa regler i aktiebolagslagen, börsens noteringskrav och noteringsavtal samt i uttalanden av Aktiemarknadsnämnden men även i den svenska koden för bolagsstyrning, fortsättningsvis benämnd ”Koden”. Koden kan sägas ha en högre ambitionsnivå beträffande bolagsstyrningsfrågor än övriga regelverks minimikrav.<sup>45</sup> Eftersom Koden spelar en betydande roll för den svenska bolagsstyrningen vid sidan av lagen samt att det är en relativt ny företeelse har jag här valt att behandla den i ett eget avsnitt.

## 3.1 Kodens historia och syfte

Koden arbetades fram av Kodgruppen som bestod av representanter för ett antal organisationer från det svenska näringslivet samt från den s.k. Förtroendekommissionen. Kodgruppen utsågs av regeringen och deras arbete inleddes i oktober 2004 och avslutades i december 2004. Anledningen till att arbetet inleddes var att det saknades en samlad och brett förankrad kod för bolagsstyrning. Det fanns flera genomarbetade ägarpolicier för olika ägarinstitutioner men samtidigt ett flertal brister i bolagsstyrningen i övrigt. Den svenska bolagsstyrningen behövde således förbättras.<sup>46</sup>

Med anledning av att EU:s medlemsstater skiljer sig så markant åt när det kommer till bolagsrätten valde EU kommissionen att inte upprätta en gemensam kod för bolagsstyrning. Istället valde de att föreskriva att alla medlemsstater ska upprätta en egen kod för bolagsstyrning.<sup>47</sup> Sverige har valt att inte alltför långt anpassa sin bolagskod efter internationell standard då det skulle leda till att koden blir alltför olik de grundläggande aktiebolagsrättsliga regler som präglar svensk bolagsrätt i förhållande till den svenska aktiemarknaden. Däremot var det viktigt att den inte fick för mycket svensk prägel då detta hade kunnat inverka negativt på möjligheten att attrahera internationellt riskkapital.<sup>48</sup> Sveriges version utkom i december 2004.

Bolagskodens huvudsakliga syfte är att bidra till förbättrad styrning av svenska bolag och som en följd av detta även öka förtroendet för näringslivet. För att nå detta mål bygger bolagskoden på vissa principer för att skapa en aktiv och ansvarstagande ägarroll. Exempel på dessa principer

---

<sup>45</sup> Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, Förslag till reviderad Svensk kod för bolagsstyrning, sid. 7.

<sup>46</sup> Koden, sid. 2.

<sup>47</sup> Svernlöv, Svensk kod för bolagsstyrning, sid. 22.

<sup>48</sup> SOU 2004:130, sid. 17.

är att skapa en väl avvägd maktbalans mellan ägare, styrelse och verkställande ledning och markera ansvarsfördelningen mellan dessa organ. De bolag som koden främst riktar sig till är de svenska aktiebolagen som är noterade på en svensk börs eller en svensk marknadsplats. Koden bygger på den svenska aktiebolagslagen och näringslivets självreglering. Den svenska bolagskoden följer även kommissionens krav på att företagen måste tillämpa principen ”comply or explain” = följ eller förklara, vilket innebär att om företaget väljer att inte följa någon rekommendation i koden som innehåller ordet ”skall” måste de i sin årsredovisning avge en förklaring till avvikelserna.<sup>49</sup>

Enligt Stockholmsbörsens noteringsavtal skall alla noterade bolag som har ett marknadsvärde överstigande 3 miljarder kronor tillämpa den kod som gäller i deras hemland och om sådan kod saknas ska de tillämpa den svenska bolagskoden med allt vad den innebär.<sup>50</sup>

## 3.2 Kodens regler

Kodens regler rör det beslutssystem som aktieägarna använder sig av för att direkt och indirekt styra bolaget vilket innebär att koden innehåller regler som påverkar samtliga bolagsorgan, utomstående investerare m.fl. Koden kompletterar både aktiebolagslagens regler om bolagets organisation samt den självreglering som finns på området.<sup>51</sup>

En av kärnpunkterna i koden är bestämmelsen om att varje företag ska ha en valberedning som ska representera bolagets aktieägare och fungera som ett förberedande organ för bolagsstämman val av styrelse och revisor.<sup>52</sup> Denna ska utses av bolagsstämman eller på ett sätt som bolagsstämman har beslutat om. För att valberedningen ska kunna agera som ett oberoende organ finns även regler i koden om att majoriteten av valberedningens ledamöter inte får vara styrelseledamöter i företaget samt att VD och övrig bolagsledning inte får sitta i valberedningen överhuvudtaget. Koden säger även att styrelseordförande eller annan styrelseledamot inte får vara valberedningens ordförande. Valberedningen måste bestå av minst tre ledamöter.<sup>53</sup> Syftet med dessa regler är göra tillsättningsprocessen mer transparent och strukturerad samt att ge aktieägarna en bättre grund att stå på när de fattar sitt beslut.<sup>54</sup> Valberedningen finns det inga bestämmelser om i ABL vilket innebär att det endast är Kodens regler som finns att tillgå. Dock är ju inte Kodens regler lag men bolaget måste åtminstone följa Kodens krav på ”comply or explain” och det är svårt att motivera varför man har valt att inte följa reglerna om valberedningen.

---

<sup>49</sup> Koden, Inledning, sid. 4-6.

<sup>50</sup> [www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se).

<sup>51</sup> Koden, Inledning, sid. 6.

<sup>52</sup> Koden, 2.2.1, 2.3.1.

<sup>53</sup> Koden 2.1.1.

<sup>54</sup> SOU 2004:130, sid. 28.

Enligt Kodens 3.2.3 får högst en person från bolagsledningen vara ledamot av styrelsen. Liknande regler finns även i noteringsavtalen. Detta är för att majoriteten av styrelsen ska vara oberoende i förhållande till bolaget. I Kodens 3.2.4 finns det uppställt flera kriterier som, om någon av dem är uppfylld, innebär att en styrelseledamot inte anses vara oberoende. Minst två av de oberoende ledamöterna ska även vara oberoende i förhållande till bolagets större aktieägare. Denna sistnämnda regel skiljer sig från flertalet utländska koder som inte gör någon skillnad mellan oberoende i förhållande till ledning och i förhållande till aktieägare. Bakgrunden till denna regel är den svenska ägarstrukturen och syftet med den är att styrelsen ska se till alla aktieägares bästa och inte bara de största. Med större aktieägare menas de som innehar ett ägande som överskrider tio procent av aktierna eller av rösterna i bolaget.<sup>55</sup> Regler om styrelseledamöters oberoende saknas i ABL vilket innebär att det även i detta fall endast är Kodens regler som finns att tillgå.

I Kodens 3.1 finns det upptaget vad styrelsens bolagsstyrningsrapport ska innehålla. Reglerna riktar sig främst mot information om hur styrelsearbetet har bedrivits samt fördelningen av arbetsuppgifter mellan de olika bolagsorganen. Den ska även innehålla information om varje styrelseledamot som kan ha betydelse för dennes arbete som styrelseledamot i det specifika bolaget. Det kan t.ex. handla om aktieinnehav i bolaget och i andra bolag, om han/hon är oberoende eller inte i förhållande till bolaget och bolagsledningen, ålder, utbildning m.m. Dessa informationskrav överrensstämmer i princip även för VD. I bolagsstyrningsrapporten ska det även finnas information om hur valberedningen har bedrivit sitt arbete under det gångna året, dess sammansättning samt eventuell ersättning.

### 3.3 Kodens effektivitet

Fördelarna med självreglering brukar vanligtvis beskrivas som snabbhet och flexibilitet. Detta ger självregleringen en mer verklighetsanpassad roll än lagstiftningen. Vid utarbetandet av självreglering bistår experter med sin kunskap och regleringen blir därmed mer kostnadseffektiv. Thorell anser även att en självreglering är mer förankrad i näringslivet än lagregler och att den därför är föremål för välavvägda uppoffringar och inskränkningar som reglerna leder till. Självregleringen är ofta också en förebild för lagreglering om den har visat sig fungera väl. Självklart finns det även nackdelar med denna typ av reglering, en av dem är svårigheten med ett fungerande sanktionssystem eftersom det är svårt att uppnå full efterlevnad av regler som i grund och botten är frivilliga att följa. Ett annat problem är bristande insyn i de organ som utvecklar självregleringen.<sup>56</sup> Dock fungerar marknaden som en bra sanktion i de fall där uttalade sanktioner saknas. Om ett bolag inte följer viss självreglering kan det leda till att de svartlistas på värdepappersmarknaden vilket i sin tur leder till affärsmässiga problem.<sup>57</sup>

---

<sup>55</sup> SOU 2004:130, sid. 36.

<sup>56</sup> Hägg, Thorell, God styrelsesed, sid. 129.

<sup>57</sup> Af Sandeberg, Sevenius, (red.), Jansson, Börsrätt, sid. 74.

Thorell anser att lagstiftning är ett bra sätt att reglera frågor som rör kompetensfördelning, jäv, lojalitetsregler samt andra ansvarsfördelningsregler men att det däremot är trögt och ineffektivt styrmedel på övriga bolagsrättsliga områden och här tänker han framförallt på detaljreglering av styrelsearbete.<sup>58</sup>

Enligt en undersökning från 2006 av 77 svenska företag är det flera bolag som har gjort avvikelser från bolagskoden. Det var framförallt fyra regler i koden som visade sig vara mest frekventa att avvika från, ca 20 procent av de tillfrågade bolagen gjorde detta. Dessa regler var följande:

- Regel 4.2.2 om att principer för ersättningsvillkor för ledande befattningshavare ska presenteras och godkännas på stämman.
- Regel 2.1.2 om valberedningens sammansättning
- Regel 3.8.2 om revisionsutskottets sammansättning samt
- Regel 4.2.1 om ersättningsutskottets sammansättning.

Det visade sig att i 8 procent av fallen hade bolagen inte redovisat några skäl till sin avvikelse överhuvudtaget.<sup>59</sup>

Vad som visade sig vara en svårighet, enligt undersökningen, var att försöka utläsa skälen för avvikelsen. Dessa skäl måste bolaget redovisa i sin årsredovisning enligt reglerna i Koden om comply or explain. Härunder redovisar jag utredningens resultat beträffande följsamheten av comply or explain.<sup>60</sup>

<b>Form av avvikelseredovisning</b>	<b>Antal</b>	<b>Andel</b>
Företaget rapporterar ”ingen avvikelse”	2	3 %
Ingen avvikelse är rapporterad	16	22 %
Redovisning i eget avsnitt	20	27 %
Rapportering i inledande avsnitt	19	26 %
Rapportering, men inte i tydligt avsnitt	11	15 %
Avvikelse måste utläsas mellan raderna	6	8 %

Bolagskoden har reviderats och de nya reglerna ska gälla fr.o.m. 1 juli 2008. Den viktigaste förändringen är att koden ska omfatta alla bolag som är noterade på en reglerad marknad, dvs. OMX Nordiska lista, och NGM Equity, eftersom det föreligger ett behov av god bolagsstyrning även hos de mindre bolagen som idag ännu inte omfattas. Vissa förändringar kommer även att göras med hänsyn till en kommande nordisk samordning av bolagskoder.<sup>61</sup>

<sup>58</sup> Hägg, Thorell, God styrelsesed, sid. 131.

<sup>59</sup> Sevenius, Bolagsstyrning, sid. 267.

<sup>60</sup> Resultatet är hämtat från Sevenius, Bolagsstyrning, sid. 267.

<sup>61</sup> Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, Pressmeddelande 080107.

# 4 Offentliga uppköpserbudanden

I detta kapitel har jag för avsikt att redogöra för vad ett offentligt uppköpserbudande innebär och motiven till varför ett sådant lämnas. Därefter är min avsikt att diskutera de bestämmelser som inverkar på målbolagsledningens agerande vid ett offentligt uppköpserbudande.

## 4.1 Offentliga uppköpserbudanden

Företagsförvärv har förekommit i det svenska näringslivet sedan slutet av 1800-talet men det var inte förrän in på 1900-talet som förvärven började bli av större omfattning.<sup>62</sup> Under perioden 1990-2004 lämnades 358 uppköpserbudanden på den svenska marknaden och 293 av dessa genomfördes. De övriga 65 misslyckades av flera olika anledningar.<sup>63</sup> Under ett antal perioder har det varit ett extra tryck på förvärvsmarknaden. Företagsförvärv ökar vanligtvis efter en ekonomisk nedgång då marknaden är på återhämtningsväg.<sup>64</sup>

Ett offentligt uppköpserbudande innebär enligt Lagen om offentliga uppköpserbudanden på den svenska aktiemarknaden, LUA, ”ett offentligt erbjudande till innehavare av aktier som har getts ut av ett svenskt eller utländskt aktiebolag att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier”<sup>65</sup>. Vid ett offentligt uppköpserbudande beslutar varje individuell aktieägare om de ska sälja sina aktier eller inte. Vad som dock kan ske är att bolagsstämman gemensamt beslutar sig för att sälja företaget och då är de aktieägare som har röstat emot förslaget ändå tvungna att sälja.

Eftersom det förslag/beslut som, enligt huvudregeln i ABL 7:40, vid en omröstning på bolagsstämman fått mer än hälften av alla röster blir det vinnande förslaget/beslutet innebär detta att den som förvärvar mer än 50 procent av aktierna i ett bolag innehar kontrollen över dess förvaltning och kan styra över ledningens sammansättning. Dock är det inte så vanligt förekommande att större delen av bolagets aktiestock är företrädd vid stämman och därför kan det räcka med mindre än ett 50 procentigt aktieinnehav för att inneha s.k. praktisk majoritet vilket innebär att den aktieägaren med stor sannolikhet kommer att kunna driva bolaget i den riktning som han önskar.<sup>66</sup> Andra beslut kräver högre majoritet till skydd för minoritetsägarna t.ex. ändring av bolagsordningen.<sup>67</sup> Ett offentligt uppköpserbudande kan således resultera i ett ägarskifte om budgivaren

---

<sup>62</sup> SOU 1990:1, sid. 15.

<sup>63</sup> Prop. 2005/06:140, sid. 36.

<sup>64</sup> [http://www.ecgi.org/research/research\\_newsletter/voll1.pdf](http://www.ecgi.org/research/research_newsletter/voll1.pdf), sid. 1.

<sup>65</sup> LUA 1:2.

<sup>66</sup> SOU 1990:1, sid. 118-119.

<sup>67</sup> ABL 7:42.

lyckas förvärva tillräckligt många aktier eller röstvärdesstarka aktier som innebär att han tar kontroll över bolaget.

## 4.2 Motiv till förvärv

Alla företagsförvärv har sina egna särdrag och motiv, men man kan ändå sortera in dem under vissa huvudkategorier. Vad som dock är gemensamt för alla företagsförvärvs möjligheter till genomförande är att målbolag och budbolag värdesätter målbolaget olika.<sup>68</sup>

Öster delar upp motiven till ett företagsförvärv i tre generella kategorier, dessa kategorier är:

- 1 Strukturella ( t.ex. effektivitetsförbättringar, omorganisation m.m. )
- 2 Maktintressen ( t.ex. förstärkning av sin marknadsposition m.m. )
- 3 Finansiella (t.ex.en mer stabil resultatutveckling, olika skatteskal m.m. )<sup>69</sup>

Ägarutredningen från 1990 kallar motiven som ligger bakom ett förvärv för samordningsvinster. Dessa samordningsvinster kan t.ex. vara effektivitetsförbättringar, förbättrade marknadspositioner, en mer stabil resultatutveckling eller skattemässiga samordningsvinster. Dessa samordningsvinster inkluderar således alla de kategorier som Öster använder sig av i sin analys. Ett exempel på en vanligt förekommande effektivitetsförbättring är att företagsförvärvet ses som en möjlighet att byta ut en ineffektiv företagsledning i målföretaget. Budbolagets ledning ser sig själva som mer lämpad att styra målföretaget och hävdar att de kan ta tillvara målbolagets resurser på ett bättre sätt.<sup>70</sup>

## 4.3 Rättslig reglering

I detta avsnitt ska jag kortfattat redogöra för den svenska rättsliga reglering som styr offentliga uppköpserbjudanden. Jag har inte för avsikt att gå in på djupet på de tekniska regler som styr själva uppköpserbjudandet utan syftet med detta avsnitt är att ge läsaren en bild över den reglering som finns beträffande offentliga uppköpserbjudanden och hur den tillämpas. Till större delen regleras offentliga uppköpserbjudanden genom självreglering men genom implementeringen av Takeoverdirektivet har mycket av självregleringen övergått till lag som t.ex. LUA. Reglerna om uppköpserbjudanden reglerar främst budplikt, försvarsåtgärder, erbjudandets innehåll och själva budprocessen.<sup>71</sup>

---

<sup>68</sup> SOU 1990:1, sid. 81.

<sup>69</sup> Öster, Styrelsens ansvar vid fientliga företagsförvärv, sid. 61.

<sup>70</sup> Se avsnitt 7.5.

<sup>71</sup> Af Sandeberg, Sevenius, (red.), von Haartman, Börsrätt, sid. 244.



### 4.3.1 Takeoverdirektivet

Med anledning av den ökade förvärvsmarknaden i Europa och de olika nationella regler som började utvecklas på förvärvsområdet enades EU:s medlemsstater om ett gemensamt direktiv för regleringar av uppköpserbudanden, takeoverdirektivet<sup>72</sup>. Direktivet bygger till stor del på den brittiska The City Code on Takeovers and Mergers från 1968 som reglerar offentliga uppköpserbudanden i Storbritannien. Syftet med direktivet är att ge aktieägarna i målbolaget en möjlighet till en rättvis och rimlig behandling och samtidigt underlätta sunda omstruktureringar i näringslivet.<sup>73</sup>

I artikel 3 i takeoverdirektivet finns sex allmänna principer som ska beaktas vid tolkningen av direktivet och som ska följas vid genomförandet av direktivet i medlemsstaterna. Detta innebär att även LUA bygger på dessa principerna eftersom LUA infördes med anledning av detta direktiv. Dessa principer har även de sin grund i den brittiska The City Code on Takeovers and Mergers. Jag ska här i korthet förklara dessa sex principer.

- 1 Alla innehavare av värdepapper i målbolaget ska behandlas lika.
- 2 Innehavarna av värdepapper i målbolaget ska få tillräckligt med tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet.
- 3 Målbolagets styrelse skall handla i bolagets intresse och de får inte förvägra värdepappersinnehavarna i målbolaget möjlighet att ta ställning till erbjudandet.
- 4 Berörda bolag och parter får inte otillbörligt påverka aktiekursen eller marknaden i övrigt.
- 5 En budgivare får endast lämna ett bud efter att han har säkerställt att han på ekonomisk väg verkligen kan genomföra budet.
- 6 Ett erbjudande avseende värdepapperen i ett målbolag får inte hindra bolaget från att bedriva sin verksamhet under längre tid än vad som är skäligt.<sup>74</sup>

I direktivets artikel 9 finns bestämmelser om målbolagsstyrelsens skyldigheter då ett offentligt erbjudande har lämnats samt deras möjligheter att vidta försvarsåtgärder. Dessa regler har implementerats i svensk rätt i LUA 5:1 vilka jag har för avsikt att diskutera närmare i avsnitt 6 som behandlar försvarsåtgärderna.

### 4.3.2 Lagen om offentliga uppköpserbudanden

Lagen om offentliga uppköpserbudanden, LUA, upprättades med anledning av takeoverdirektivet. LUA består till större delen av civilrättsliga regler och behandlar budgivarens, målbolagets och aktieägarnas rättigheter och skyldigheter till skillnad från marknadsplatsens egna regler om

---

<sup>72</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden.

<sup>73</sup> Prop. 2005/06:140, sid. 34-35.

<sup>74</sup> Takeoverdirektivet Art. 3.

uppköpserbudanden som främst reglerar innehåll och villkor i ett erbjudande.<sup>75</sup> Enligt LUA 2:1 måste även varje budgivare följa marknadsplatsens regler om offentliga uppköpserbudanden där målbolagets aktier är noterade. I LUA 5:1 finns bestämmelser om hur styrelsen i målbolaget ska agera under budtiden med avseende på försvarsåtgärder, dock omfattas inte preventiva försvarsåtgärder i denna regel. LUA 5:1 ska jag att diskutera i avsnitt 6 när jag går närmare in på försvarsåtgärdernas funktion och användning.

### 4.3.3 Stockholmsbörsens takeoverregler

Enligt lag (2007:528) om värdepappersmarknaden 13:6 måste en auktoriserad marknadsplats ha ändamålsenliga regler som överensstämmer med takeoverdirektivet för hur handeln får gå till där. Enligt 13:8 samma lag krävs även att marknadsplatsen ska ha regler om offentliga uppköpserbudanden. Om bolaget är noterat på Stockholmsbörsen har det genom själva noteringen undertecknat ett noteringsavtal och detta avtal förbinder sig bolaget att följa under hela dess noteringstid. Noteringsavtalet har till syfte att upprätthålla allmänhetens förtroende för börsverksamheten genom att t.ex. kräva en viss kvalitetsnivå i bolagens informationsutlämning till aktiemarknaden.<sup>76</sup> Genom undertecknandet av noteringsavtalet förbinder sig bolaget att även följa Stockholmsbörsens övriga regler där Stockholmsbörsens takeoverregler ingår.<sup>77</sup>

Stockholmsbörsens takeoverregler är NBK:s tidigare regler från 1970-talet om ”Offentliga erbjudanden om aktieförvärv” dock med vissa modifieringar. I takeoverreglerna II.14 2 stycket finns reglerat att styrelsen ska, inom skälig tid före acceptfristens utgång, uttala sig om det offentliga erbjudandet och skälen för dess ställningstagande.<sup>78</sup>

## 4.4 Näringslivets självreglering

I Sverige regleras en stor del av värdepappersmarknaden genom självreglering. Det har till och med hävdats att den svenska värdepappersmarknaden utgörs av mer självreglering än någon annan nationell marknad.<sup>79</sup>

År 1966 var starten för självregleringens uppkomst i Sverige, då bildades Näringslivets Börskommitté, NBK, av Sveriges Industriförbund och Stockholm Handelskammare. Deras uppgift har sedan dess varit att skapa regler, eller rekommendationer som de även kallas, för att öka aktiemarknadens trovärdighet och marknadsetik. NBK var och är än idag en näringslivsorganisation med ledamöter från näringslivet. Idag drivs NBK av

---

<sup>75</sup> Af Sandeberg, Sevenius, (red.), von Haartman, Börsrätt, sid. 248.

<sup>76</sup> Af Sandeberg, Sevenius, (red.), Örtengren, Börsrätt, sid. 83.

<sup>77</sup> Stockholmsbörsens noteringsavtal punkt 1 d.

<sup>78</sup> Läs mer om målbolagsledningens uttalande i avsnitt 5.2.

<sup>79</sup> Af Sandeberg, Sevenius, (red.), Jansson, Börsrätt, sid. 67.

en ideell förening som kallas "Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden". Denna förening skapades efter tillkomsten av den svenska koden för bolagsstyrning år 2006 och i den ingår även Aktiemarknadsnämnden, Stockholmsbörsen AB, Stockholms Handelskammare, Svenska Bankföreningen, Svenska Fondhandlarföreningen, Svenskt Näringsliv och Sveriges Försäkringsförbund. NBK:s regler om offentliga uppköpserbudanden från 1971, som numera är en del av Stockholmsbörsens, NGM:s och Aktietorget's noteringsavtal, tog sin utgångspunkt i det brittiska regelverket The City Code on Takeovers and Mergers.<sup>80</sup> Många av NBK:s regler har idag omvandlats till lag efter krav på legalisering genom olika EU-direktiv.<sup>81</sup>

På 1980-talet upprättades ännu ett självregleringsorgan, Aktiemarknadsnämnden, AMN. Deras huvuduppgift är att verka för god sed på aktiemarknaden genom att uttala sig i enskilda fall, antingen självmant eller på begäran av en aktör. Jag ska diskutera AMN närmare i nästa avsnitt då den fortfarande spelar en mycket viktig roll på marknaden, till skillnad från NBK vars regler idag till större del har övergått till att bli lag.

## 4.5 Aktiemarknadsnämnden

Aktiemarknadsnämnden, AMN, är en intresseorganisation som bildades 1986 och som genom uttalanden, rådgivning och information ska verka för god sed på den svenska aktiemarknaden. Nämnden kan uttala sig på eget initiativ eller efter förfrågan. En förfrågan till AMN kostar sökanden en viss avgift.<sup>82</sup> AMN:s förebild är den brittiska The Panel on Takeovers and Mergers, The Panel, som uttalar sig om de brittiska reglerna om offentliga uppköpserbudanden. Dock sträcker sig AMN:s befogenheter längre än The Panels då AMN även har till uppgift att skapa en form av aktiemarknadsrättslig praxis.<sup>83</sup> Finansinspektionen, FI, har till AMN delegerat de arbetsuppgifter som finns upptagna i LUA 7:10. En av de arbetsuppgifter som är uppräknade i den paragrafen är att besluta om undantag från reglerna om försvarsåtgärder i 7:5. En aktör som vill vidta en försvarsåtgärd har även möjlighet att be AMN om ett tolkningsbesked beträffande försvarsåtgärdens tillåtlighet.<sup>84</sup> AMN kan även enligt Stockholmsbörsens takeoverregler I.2 ge besked om hur de reglerna ska tolkas och tillämpas samt medge undantag därifrån.

AMN:s beslut ska i de flesta fall offentliggöras om inte särskilda skäl föreligger. Sedan 1986 fram till 2005 har AMN gjort ca 300 uttalanden och ca en tredjedel av dessa har hemligstämplats. Eftersom sökanden oftast behöver ett snabbt svar är AMN i princip tillgängliga dygnet runt. Under 2004 blev hälften av alla förfrågningar besvarade inom ett dygn.

---

<sup>80</sup> Prop. 2005/06:140, sid. 37-38.

<sup>81</sup> Af Sandeberg, Sevenius, (red.), Jansson, Börsrätt, sid. 68.

<sup>82</sup> Prop. 2004/05:140, sid. 38-40.

<sup>83</sup> SOU 1990:1, sid. 126-127.

<sup>84</sup> [www.aktiemarknadsnamnden.se](http://www.aktiemarknadsnamnden.se).

Uttalandena kan vara kritiska beträffande inblandade bolag. Dock har AMN inget eget sanktionssystem att tillgripa utan det blir i så fall upp till börsen själv att avgöra om eventuella sanktioner eftersom takeoverreglerna är intagna i deras noteringsavtal och således är en del av deras regelverk och deras sanktionssystem.<sup>85</sup>

När det gäller uttalanden beträffande offentliga uppköpserbudanden är de mycket frekventa, närmare två tredjedelar av nämndens uttalanden rör sådana erbjudanden.<sup>86</sup> Däremot har AMN enbart i ett fåtal fall uttalat sig i frågor som rör försvarsåtgärder, dessa uttalanden kommer jag att hänvisa till i avsnitt 6.3.

## 4.6 Finansinspektionens roll

Enligt LUA 8:1 fungerar Finansinspektionen, FI, som första överklagandeinstans för AMN:s beslut. FI ansvarar även för granskningen och godkännandet av erbjudandehandlingarna samt tillsynen över att de mest centrala reglerna om uppköpserbudanden efterföljs. Enligt LUA 8:3 kan FI:s beslut överklagas hos allmän förvaltningsdomstol. I FI:s arbetsuppgifter ingår även att övervaka marknadsplatsernas egna regler om uppköpserbudanden så att de överensstämmer med kraven som uppställs i takeoverdirektivet samt att marknadsplatsernas egna regler om uppköpserbudanden är ändamålsenliga.<sup>87</sup>

Det är FI som, enligt LUA 7:1, övervakar att en handling från målbolagets styrelse som är ägnad att försvåra erbjudandets genomförande är godkänd av bolagsstämman om handlingens genomförande bygger på information från budgivaren. FI får, enligt LUA 7:6 3 stycket, om sådant godkännande från bolagsstämman saknas, besluta om att handlingen ska upphöra och rättas samt förena detta beslut med ett vite enligt LUA 7:6 4 stycket. Dock har Finansinspektionen, i enlighet med LUA 7:10, överlåtit till AMN att besluta om dispens från reglerna om budplikt och försvarsåtgärder.

## 4.7 Kollegiet för Svensk bolagsstyrning

Kollegiet för Svensk bolagsstyrning, i fortsättningen kallad Kollegiet, bildades i februari 2005 och är en del av "Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden" där även Aktiemarknadsnämnden och Näringslivets börskommitté ingår. Kollegiet har till uppgift att främja god utveckling av bolagsstyrning i Sverige. För att uppfylla detta ser de över kodens effektivitet, aktualitet, relevans m.m. genom att undersöka hur bolagen tillämpar den. Kollegiet följer även corporate governanceutvecklingen både i Sverige och utomlands och de ska lämna förslag till berörda aktörer om de finner lämpliga förändringar av koden.

---

<sup>85</sup> Prop. 2005/06:140, sid. 39-40.

<sup>86</sup> Prop. 2005/06:140, sid. 40.

<sup>87</sup> Af Sandeberg, Sevenius, (red.), von Haartman, Börsrätt, sid. 249-250.

Kollegiet har dock ingen övervakande eller dömande roll beträffande de enskilda bolagens tillämpning av koden

Ledamöterna i Kollegiet ska representera flera delar av näringslivet och representationen ska ske på ett sätt som ger dem trovärdighet i sitt uppdrag att förvalta koden. Det ska finnas representanter för institutionellt, större och mindre samt statligt ägande, svensk och internationell kapitalmarknad, företagsledare och styrelseledamöter.<sup>88</sup>

.

---

<sup>88</sup> [www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se).

# 5 Fientliga uppköpserbudanden

Fientliga företagsförvärv uppstod i Storbritannien och det stora genombrottet skedde i slutet av 1950-talet. I USA kom inte fientliga företagsförvärv att bli en företeelse förrän i slutet av 1960-talet. Innan 1960 var det vanliga tillvägagångssättet för att förvärva företag att inleda förhandlingar med målföretaget och erhålla aktieägarnas tillåtelse. Bakgrunden till förändringen i USA var att ekonomin blev starkare och att bankerna var mer villiga att låna ut kapital till bolagen.<sup>89</sup> Anledningen till att fientliga uppköpserbudanden uppstod berodde på att aktieägarna var i behov av ett kontrollinstrument för att försöka övervinna ineffektiva och egensinniga ledningar. När således fientliga uppköpserbudanden kom att bli en vanlig företeelse på marknaden var det för att försöka förmå bolagsledningarna att agera i aktieägarnas intresse. Följden av de fientliga budens intåg på marknaden blev att det utvecklades ett flertal andra åtgärder och redskap för att försöka komma till rätta med de ineffektiva och egensinniga bolagsledningarna.<sup>90</sup>

## 5.1 När föreligger ett fientligt bud?

Ett fientligt bud kan föreligga antingen då budbolagets ledning lämnar ett offentligt erbjudande till aktieägarna i målbolaget direkt utan inledande förhandlingar med målbolagets styrelse eller när budbolaget lämnar sitt erbjudande till aktieägarna i målbolaget efter det att deras förhandlingar med målbolagets styrelse inte lett någonvart.<sup>91</sup> Ett fientligt företagsförvärv föreligger således om målbolagets ledning i sitt uttalande inte har godkänt eller kommer att godkänna förvärvet. Ledningens åsikt i målbolaget är viktig vid publika förvärv då aktieägandet är spritt och ledningen i princip representerar alla aktieägare och aktieägarna i sin tur följer ledningens rekommendationer.<sup>92</sup> Ett fientligt förvärv kan även kallas för ett disciplinärt förvärv om syftet är att avsätta en ineffektiv ledning, detta ska jag diskutera närmare i avsnitt 7.5. Ett bud som från början var fientligt kan efter att ledningen i budbolaget t.ex. höjt sitt bud övergå till att bli ett vänskapligt bud om målbolagsledningen efter höjningen rekommenderar sina aktieägare att acceptera det nya budet. Detta visar på det offentliga uppköpserbudandets diffusa karaktär.<sup>93</sup>

Det första svenska uppköpserbudandet som kom att kallas fientligt är från 1979 då Beijerinvest lade ett bud på Företagsfinans. Beijerinvest lade budet utan att först diskutera med Företagsfinans som därför blev mycket upprörd.

<sup>89</sup> Schans Christensen, Contested takeovers in danish law, sid. 43.

<sup>90</sup> Deakin, The coming transformation of shareholder value, sid. 14.

<sup>91</sup> SOU 1990:1, sid. 37.

<sup>92</sup> Sevenius, Företagsförvärv, sid. 37.

<sup>93</sup> Öster, Styrelsens ansvar vid fientliga företagsförvärv, sid. 64.

För att motverka det fientliga övertagandet lade kontrollägarna i Företagsfinans själva fram ett bud till övriga aktieägare. Beijerinvests försök till förvärv övermannades således, dock fick deras agerande ett vite emot sig p.g.a. brott mot Stockholms fondbörsinregistreringskontrakt.<sup>94</sup>

Lindskog diskuterar terminologin ”fientligt” och ”vänligt”. Han anser att uttrycket ”fientligt” är felaktigt och missvisande då det i sig kan ge en föreställning om att det är helt legitimt att motverka budet. Han menar också att en terminologi som ”fientligt” är felaktig av den anledningen att ett offentligt uppköpserbjudande faktiskt ger aktieägarna i målbolaget en möjlighet att sälja sina aktier. Lindskog förslag på terminologi är istället ”förankrat” och ”oförankrat” erbjudande och han syftar då till att erbjudandet är förankrat eller inte hos målbolagets styrelse.<sup>95</sup>

Enligt Lindskog kan en bolagsstyrelse inte avfärda ett offentligt erbjudande med motiveringen att det är oönskat då bolaget självt inte kan ha någon uppfattning om vem som är bäst lämpad som aktieägare samt att aktieägarna själva har rätt att ha en egen uppfattning om budet. Att ett bud är fientligt betyder inte att det är för lågt utan det kan på andra sätt vara oförenligt med aktieägarnas bästa t.ex. att den övertagande budgivaren har för avsikt att lägga ner verksamheten i bolaget. Om däremot aktieägarna i målbolaget vill lägga ner verksamheten måste styrelsen finna sig i det eftersom det är aktieägarna som i slutändan bestämmer.<sup>96</sup>

Under hela 1980-talet var det 15 uppköpserbjudanden som klassificerades som fientliga och 11 av dessa erbjudanden kunde inte genomföras p.g.a. att målbolaget vidtog effektiva aktiva motåtgärder.<sup>97</sup>

## 5.2 Målbolagsledningens uttalande

Målbolagets styrelse ska enligt Stockholmsbörsens takeoverregler II.14 inom skälig tid före acceptfristens utgång offentliggöra sin uppfattning om erbjudandet och skälen till detta. Styrelsen kan också ställa sig neutrala till erbjudandet men då ska även skälen för detta redovisas. Som jag har påpekat tidigare är detta uttalande viktigt för aktieägarna i målbolaget då aktieägarna litar på sin ledning eftersom det är ledningen som har störst insikt i bolagets angelägenheter. I kommentaren till denna regel står att styrelsen ska beakta alla aktieägarnas intresse och således inte påverkas av någon speciell aktieägare och särskilt inte av sin egen position i bolaget. I kommentaren står även att det inte ställs något krav på att styrelsen ska anlita utomstående expertishjälp men det sker ändå som oftast då det anses lämpligt. Det står ingenting i kommentaren om vad skälig tid kan innebära förutom att aktieägarna ska ha rimlig tid på sig efter uttalandet att själva ta ställning till erbjudandet i förhållande till styrelsens uttalande.

---

<sup>94</sup> Öster, Styrelsens ansvar vid fientliga företagsförvärv, sid. 63.

<sup>95</sup> Af Sandeberg, Sevenius, (red.), Lindskog, Börsrätt, sid. 162.

<sup>96</sup> Af Sandeberg, Sevenius, (red.), Lindskog, Börsrätt, sid. 165.

<sup>97</sup> SOU 1990:1, sid. 38.

Uttalandet ska enligt takeoverreglerna II.14 2 stycket innehålla en redovisning om erbjudandets påverkan på bolaget och då främst på sysselsättningen och budgivarens strategiska planer för målbolaget och dess påverkan på sysselsättningen på både bolaget självt men också på de platser där bolaget bedriver verksamhet.

Målbolagets ledning är även skyldig att informera sina aktieägare om de har fått information från budbolaget om att budbolaget har för avsikt att avsätta målbolagsstyrelsen om köpet går igenom. Detta är ett mycket viktigt informationskrav eftersom sådan information kan påverka målbolagsledningens agerande då erbjudandet lämnas. Detsamma gäller om målbolagsledningen får ett annat bud på bolaget som innebär ett mer förmånligt utgångsläge för dem själva då framförallt att de får behålla sina positioner och/eller med högre lön om erbjudandet genomförs eller en förmån av annat slag om de lovar den budgivaren att stödja det budet.<sup>98</sup>

### **5.3 Potentiella intressekonflikter mellan ledning och aktieägare vid fientliga uppköpserbjudanden**

Nord och Thorell har beskrivit begreppet intressekonflikt som något som kan finnas i varje situation i samhället där två eller flera parter har existerande eller potentiellt motstående intressen.<sup>99</sup> När ett företagsförvärv innebär att målbolagets verksamhet och organisation förändras uppstår ofta en konflikt med ledningen i målbolaget och budbolaget. Dessa konflikter kan t.ex. handla om att budbolaget vill förändra målbolagets verksamhetsinriktning medan ledningen i målbolaget anser att den rådande verksamhetsinriktningen är den bästa. Lösningen på denna typ av konflikter är att ledningen i det köpande bolaget väljer att tillsätta en ny ledning i det köpta bolaget. Många forskare har hävdat att detta problem utgör en grund för målbolagets ledning att agera i självintresse när de uttalar sig om erbjudandet eftersom de riskerar att förlora sina positioner om förvärvet går igenom. Målbolagsledningens uttalande innebär således oftast mer än bara ett ställningstagande om budet.<sup>100</sup> Detta forskningsresultat stämmer även överens med de problem som principal- agenteorin fokuserar på och som grundar sig i att varje individ agerar i egenintresse.

Vad som också är visat genom ett flertal olika empiriska undersökningar, som Schans Christensen hänvisar till, är att aktieägarna i målbolaget erhåller stora ekonomiska fördelar när de säljer sina aktier till den som har lämnat ett offentligt uppköpserbjudande samt att aktiemarknaden reagerar positivt när den får information om ett eventuellt bud. Om budet sedan är motarbetat visar undersökningar att målbolagets aktieägare helt förlorar den

---

<sup>98</sup> Schans Christensen, *Contested takeovers in danish law*, sid. 304.

<sup>99</sup> Nord, Thorell, *Intressekonflikter och finansiella marknader*, sid. 18.

<sup>100</sup> SOU 1990:1, sid. 98.



ekonomiska uppgång som skedde med anledning av det eventuella eller lagda budet. De tre undersökningar som Schans Christensen har tittat på visar att aktieägarna i målbolaget klart förlorar på att ett bud blir återtaget.<sup>101</sup> Även detta problem kan ses ur principal- agentteorins syn på risktagande och att ledning och aktieägare har olika riskattityder. Medan en aktieägare kan diversifiera sitt risktagande genom att ha en aktieportfölj med aktier i olika bolag har den verkställande direktören oftast inte någon möjlighet till denna typ av riskspridning. Hans investering i bolaget är sitt eget humankapital och om han äger några aktier så är det oftast aktier i det "egna" bolaget som dominerar hans portfölj. Detta i sin tur leder till att den verkställande direktören blir mer riskaversiv än vad aktieägarna är och aktieägarna i sin tur förlorar på att VD:n inte vågar gå in i riskfyllda projekt som hade kunnat gynna aktieägarna i slutändan.<sup>102</sup> Tydligast blir detta problem om ledningen själva inte äger några aktier i bolaget eller inte har några optioner som de kan utnyttja i framtiden eftersom de då inte har något intresse av att maximera värdet på aktiekapitalet.<sup>103</sup>

När det gäller fientliga uppköpserbudanden finns det även studier som visar att om ledningen i det uppköpshotade företaget äger en större mängd aktier i det egna bolaget eller om det är garanterat att de får behålla sina positioner efter förvärvet är det inte så vanligt att försvarsåtgärder vidtas. Det finns även studier som visar att om ledningen vidtar försvarsåtgärder är det ändå aktieägarna som är förlorarna. Vad gäller preventiva försvarsåtgärder, dvs. de som tas in i bolagsordningen innan ett offentligt uppköpserbudande har lämnats, visar studier på att aktiemarknaden reagerar negativt men det finns även studier på det motsatta.<sup>104</sup>

Eftersom studier har visat att aktieägarna i målföretaget så gott som alltid vinner på att sälja sina aktier vid ett fientligt uppköpserbudande och eftersom de enligt principal- agentteorin är nyttomaximerare är deras val ganska enkelt, de vill sälja sina aktier till den fientlige uppköparen. Undantag från denna teori kan t.ex. vara familjeägda företag där aktieägarna är mer måna om vem som äger företaget än att maximera sin egen vinst.<sup>105</sup>

---

<sup>101</sup> Schans Christensen, Contested takeovers in danish law, sid. 61-62.

<sup>102</sup> Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, sid. 84.

<sup>103</sup> Schans Christensen, Contested takeovers in danish law, sid. 89.

<sup>104</sup> Shleifer, Vishny, A survey of corporate governance, sid. 746-747 samt Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, sid. 83, vilka hänvisar till de gjorda undersökningarna.

<sup>105</sup> Schans Christensen, Contested takeovers in danish law, sid. 87-88.

## 6 Försvarsåtgärder

I detta avsnitt har jag för avsikt att närmare beskriva när det kan bli aktuellt med försvarsåtgärder och varför. Jag kommer även att redogöra för de mest förekommande tillämpliga försvarsåtgärderna.

### 6.1 När tillämpas försvarsåtgärder?

En försvarsåtgärd innebär ett agerande som avser att förhindra att ett kontrollägarskifte kommer till stånd utan målbolagets samtycke. Försvarsåtgärderna har sin grund i amerikansk och brittisk rätt och började utvecklas där under mitten av 1970-talet.<sup>106</sup> I detta avsnitt har jag för avsikt att redogöra för en del av de försvarsåtgärder som finns att tillgå. Urvalet har skett efter hur mycket de olika försvarsåtgärderna har uppmärksammats i doktrin och då främst i svensk doktrin eftersom min uppsats tar sikte på svensk rätt och svenska bolag.

Att ledningen använder sig av försvarsåtgärder är en mer vanlig företeelse i USA än i Sverige och anledningen till detta är att den amerikanska marknaden och den amerikanska bolagsrätten ser annorlunda ut än den svenska. I USA har bolagen ett mer spritt ägande och fientliga uppköpsförsök förekommer ofta då det spridda ägandet innebär att det är lättare att genomföra ett fientligt bud än om ägandet är mer koncentrerat. I Sverige, däremot, har vi inte en tradition av spritt ägande som i USA. I Sverige är det mer vanligt med större institutionella ägare och därför får motåtgärderna ett annorlunda syfte och ett annat användningsområde här. En annan anledning till att det är mer förekommande i USA är att lagstiftningen där är mer tillåtande för styrelsen att agera utan bolagsstämmans godkännande.<sup>107</sup>

Enligt Jonsson finns det tre anledningar till varför ledningen i målbolaget väljer att använda sig av försvarsåtgärder:

- De anser att budet är för lågt i förhållande till deras egen värdering
- De vill med sitt agerande förmå budgivaren att höja sitt bud till förmån för aktieägarna
- De är rädda för att förlora sina positioner om bolaget överlåts<sup>108</sup>

De två första anledningarna har sin bakgrund i aktieägarnas intresse vilket även är lagstiftarens anledning till användning av försvarsåtgärder medan den sista anledningen enbart hänför sig till ledningens opportunistiska och egenintresse.<sup>109</sup> Det är den sista anledningen som jag kommer att diskutera närmare i avsnitt 6.4.

---

<sup>106</sup> SOU 1990:1, Bilaga 2, Fällman, sid. 53, 55.

<sup>107</sup> Schans Christensen, Contested takeovers in danish law, sid. 274.

<sup>108</sup> Jonsson, Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv, sid. 890.

<sup>109</sup> Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, sid. 117.

En vanlig uppdelning av de olika försvarsåtgärderna är:

Försvarsåtgärder som vidtas innan ett offentligt bud har lämnats för att kunna möta ett framtida uppköpserbjudande, preventiva försvarsåtgärder,  
Försvarsåtgärder som vidtas efter det att ett offentligt bud har lämnats, akuta försvarsåtgärder.<sup>110</sup>

Preventiva försvarsåtgärder har beslutats om i ett tidigare skede och finns intagna i bolagsordningen. I detta fall är det således bolagsordningen som används som ett motinstrument mot ett fientligt erbjudande.

Bolagsordningen är aktiebolagets egna stadgar och däri finns de bestämmelser som är specifika för just det aktiebolaget. De flesta av dessa försvarsåtgärder kräver bolagsstämmans godkännande då det rör sig om en ändring av bolagsordningen.<sup>111</sup> Denna typ av motåtgärder kallas ”shark repellents”, eller på svenska ”hajpulver” för att dess syfte är att mota bort ”corporate sharks” dvs företagshajar. Denna typ av försvarsåtgärder är de mest förekommande motåtgärderna.<sup>112</sup>

Frågan är om det finns någon begränsning i bolagsstämmans valfrihet beträffande vilka försvarsåtgärder som kan föras in i bolagsordningen? Bolagsstämman har vissa aktiebolagsrättsliga regler och principer som de måste följa. Dessa regler och principer är likhetsprincipen och otillbörlighetsgrundsatsen samt principen om aktiens fria överlåtbarhet förutom undantag som följer av lag. Dessa regler och principer innebär t.ex. att bolagsstämman inte har möjlighet att i bolagsordningen införa regler om att viss person inte får förvärva aktier i bolaget eller att förvärvet görs ofördelaktigt för den personen.<sup>113</sup> En ändring av bolagsordningen kräver, enligt huvudregeln i ABL 7:40, två tredjedelars majoritet av såväl de avgivna rösterna som de vid bolagsstämman företrädde antalet aktier medan vissa andra frågor kräver kvalificerad majoritet. Det är dock alltid tillåtet att införa ännu strängare regler om beslutsmajoritet i bolagsordningen enligt ABL .

Målbolagets skyldighet att inte vidta några försvarsåtgärder utan bolagsstämmans godkännande infinner sig först, enligt LUA 5:1, när styrelsen, efter att ha fått information från den som planerar att lämna ett bud, har grundad anledning att anta att ett erbjudande är nära förestående eller när ett sådant erbjudande redan har lämnats. I förarbetena till LUA kan man utläsa att informationen måste vara någorlunda konkret samt att budgivaren har en finansiell möjlighet att genomföra sitt bud. Informationen behöver inte gå direkt till styrelsen eller VD utan kan gå genom en aktieägare.<sup>114</sup> Om budgivaren inte har gått ut med någon information innan

---

<sup>110</sup> SOU 1990:1, sid. 39.

<sup>111</sup> ABL 7:42.

<sup>112</sup> SOU 1990:1, Bilaga 2, sid. 55, 64.

<sup>113</sup> Af Sandeberg, Sevenius, (red.), Lindskog, Börsrätt, sid. 166.

<sup>114</sup> SOU 2005:58, sid. 151-152.

han lägger budet eller att målbolaget på annat sätt fått information om det eventuella budet är det budets offentlighöjande som är den avgörande tidpunkten. Att styrelsen inte anser att budet är tillräckligt attraktivt för aktieägarna är inte ett tillräckligt skäl för att försvarsåtgärder ska få vidtas.

Däremot är det inte helt klart vilka dessa förbjudna försvarsåtgärder är. Förarbetena ger endast förslag på vilka åtgärder som kan tänkas hamna under denna bestämmelse och den uppräkningslistan är således inte uttömmande. Det kan t.ex. handla om en riktad emission av aktier, en apportmission, ett återköp av egna aktier, en överlåtelse eller ett förvärv av tillgångar eller ett erbjudande till aktieägarna i budgivarbolaget eller något annat bolag om förvärv av deras aktier. För att någon av dessa åtgärder ska falla under bestämmelsen måste de även vara ägnade att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande och detta gäller även om styrelsen har ett tidigare bemyndigande från bolagsstämman eller om de räknar med att få ett sådant bemyndigande efter sitt agerande. Är åtgärderna av detta ändamål så krävs bolagsstämmans godkännande.<sup>115</sup> Styrelsen i målbolaget har däremot en möjlighet att leta efter alternativa erbjudanden enligt LUA 5:1 andra stycket utan att bolagsstämman har lämnat sin tillåtelse. Dock finns det inga olämpliga ägare ur bolagets synvinkel och styrelsen har därför ingen möjlighet att vidta försvarsåtgärder på egen hand, de måste ha bolagsstämmans godkännande annars begår de ett kompetensöverskridande.<sup>116</sup> Detta godkännande gäller de akuta försvarsåtgärderna och därför är de inte så vanligt förekommande i det svenska näringslivet tillskillnad från de preventiva försvarsåtgärderna som är mer vanliga.<sup>117</sup>

I LUA 7:5 finns det en möjlighet för målbolagsstyrelsen att få dispens från reglerna om försvarsåtgärder av Finansinspektionen. Dispensen får förenas med villkor. Ett sådant villkor kan enligt förarbeten vara att en tilltänkt emission måste godkännas av bolagsstämman med högre majoritet än vad som vanligtvis gäller enligt ABL. Dispens från reglerna i LUA 5:1 kan främst bli aktuella då styrelsen måste agera skyndsamt och på ett sätt som rent objektivt sett "är ägnad att försämra erbjudandets genomförande" men som har helt andra skäl. Exempel på försvarsåtgärder som kan vara tillåtliga i detta skede av förvärvsprocessen är att styrelsen i målbolaget måste utnyttja ett tidigare lämnat bemyndigande från bolagsstämman att besluta om en riktad emission för att tillgodose ett akut kapitalbehov eller att styrelsen ska verkställa en utförsäljning av en del av bolagets verksamhet med anledning av ett tidigare åtagande som bolaget har gjort.<sup>118</sup>

---

<sup>115</sup> Prop. 2005/06:140, sid 109.

<sup>116</sup> Af Sandeberg, Sevenius, (red.), Lindskog, Börsrätt, sid. 165.

<sup>117</sup> SOU 1990:1, sid. 150.

<sup>118</sup> Prop. 2005/06:140, sid. 117-118.

## 6.2 Exempel på försvarsåtgärder

Jag har för avsikt att i följande avsnitt redogöra kort för vissa av de försvarsåtgärder som finns att tillgå och hur de fungerar. Detta gör jag för att ge läsaren en förståelse för hur försvarsåtgärderna kan vara strukturerade och te sig i verkligheten.<sup>119</sup>

### 6.2.1 Val av styrelseledamöter

Vanligtvis väljs styrelsens ledamöter för en mandatperiod på ett år. Det är enligt ABL 8:13 möjligt att i bolagsordningen förlänga denna mandatperiod till t.ex. tre år dock får mandattiden inte vara längre än fyra räkenskapsår. En styrelseledamot får inte heller avsättas i förtid om det inte röstas igenom med nio tiondelars majoritet av stämman. Detta majoritetskrav kan antagligen sättas ännu högre än nio tiondelar, dock skulle ett krav på total enighet strida mot reglerna om förtroendeuppdrag där grunden är att ett förtroendeuppdrag ska kunna avslutas om förtroendet har försvunnit. Detta innebär att styrelsen i målbolaget får en längre tidsbestämd trygghet i sin position i förhållande till budbolaget.<sup>120</sup>

En annan möjlighet att påverka valet av styrelseledamöter och på så sätt skydda sig mot att hela styrelsen byts ut samtidigt är att dela upp deras mandattider i olika perioder så att det går ”om lott”. Om styrelsen består av nio ledamöter kan dessa delas upp i tre grupper och varje grupp har omval var tredje år. Detta innebär att en ny majoritetsägare måste vänta minst två år innan han har en majoritet av styrelsen som är utsedd av honom själv och därmed kontroll över bolaget. Dessa regler kan även de förenas med ett krav på nio tiondelars majoritet för att kunna avsätta en styrelseledamot i förtid samt att själva reglerna i bolagsordningen kräver en mycket kvalificerad majoritet för att ändras.<sup>121</sup>

En bestämmelse om att styrelseledamöterna ska väljas vid olika bolagsstämmor intogs i Sandvik AB:s bolagsordning i början på 1990-talet. Bestämmelsen innebar att styrelseledamöterna skulle vara sex stycken med en mandattid på tre år vardera. Dessa sex ledamöter delades upp i tre grupper med två ledamöter i varje och dessa olika grupper omvaldes vid varje ordinarie bolagsstämma. Detta fall diskuterades av AMN i sitt uttalande 1992:6.

---

<sup>119</sup> Jag har valt ut de försvarsåtgärder som är mest förekommande i doktrin, min uppräknin g är därför inte uttömmande. För vidare läsning om fler försvarsåtgärder som t.ex. Lock-up agreements, White-knights, Crown-jewels, Greenmailing, Pac-man defenses hänvisar jag till Jonssons och Fällmans mer djupgående diskussioner om dessa företeelser.

<sup>120</sup> SOU 1990:1, Bilaga 2, Fällman, sid. 64-65.

<sup>121</sup> SOU 1990:1, Bilaga 2, Fällman, sid. 66.

## 6.2.2 Poison Pills

Poison pills, som på svenska kan översätta med ”giftpill”, är skuldebrev som är förenade med särskilda rättigheter som kan realiseras i samband med företagsförvärv. Poison pills intas i emissionsvillkoren efter beslut av bolagsstämman.<sup>122</sup>

Detta är en vanligt förekommande försvarsåtgärd i USA och kan utformas på olika sätt. Ett exempel är att ledningen emitterar en preferensaktie till alla nuvarande aktieägare som vid ett eventuellt fientligt bud ger dem en rätt att förvärva nyemitterade aktier till ett förmånligare pris. Detta pris får dock inte understiga aktiernas kvotvärde enligt ABL 1:15 och ABL 13:19. Dessa nyemitterade aktier gör det svårare för budgivaren att överta företaget då de måste förvärva fler aktier än innan nyemitteringen och det kommer således att bli dyrare för dem att ta kontroll över bolaget. Denna typ av poison pill kallas även för ”Flip in”. Om förvärvaren redan har övertagit en del av de befintliga aktierna i målbolaget kan ett poison pill innebära att hans röstvärde tunnas ut och hans inflytande minskas därav<sup>123</sup>. Att ha ett giftpill innebär inte bara ett verktyg för att försöka avvärja ett fientligt förvärv utan även en förhandlingsfördel för målbolaget då det kan bidra till att budgivaren höjer sitt bud.<sup>124</sup>

Ett annat exempel på ett poison pill är det s.k. ”Poison out”, eller som det kallas på svenska ”giftoption”. Detta alternativ innebär att skuldebrev förenade med täckningsoptioner kan återbetalas i förtid av målbolaget om ett offentligt uppköpserbud läggs på målbolagets aktier. Syftet med en poison out är att öka målföretagets finansiella belastning. Denna ökade finansiella belastning kommer således även att påverka budbolaget i samma utsträckning om det fientligen förvärvade målföretaget.<sup>125</sup>

## 6.2.3 Röstvärdesdifferentiering

Större delen av de europeiska aktiebolagen tillämpar aktieägardemokrati, dvs. lika röster åt alla. I en undersökning från 2005 av 297 europeiska bolag tillämpade 65 procent av dessa aktieägardemokrati. Sverige däremot lever inte upp till denna aktieägardemokrati. Endast 25 procent av de svenska bolagen tillämpar aktieägardemokrati.<sup>126</sup>

Det är på bolagsstämman som aktieägarna röstar och hur många röster en aktieägare har bestäms av antalet aktier han/hon innehar och aktiens röstvärde. Enligt likhetsprincipen ska alla aktier vara lika mycket värda men det finns ett undantag och det är om man har tagit in andra bestämmelser i bolagsordningen beträffande aktiens rätt genom att besluta om att det i bolaget ska finnas aktier av olika slag. Ett exempel på detta är

<sup>122</sup> Sevenius, Företagsförvärv, sid. 37-38, ABL 11:5.

<sup>123</sup> Schans Christensen, Contested takeovers in danish law, sid. 345.

<sup>124</sup> Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, sid 117-118.

<sup>125</sup> SOU 1990:1, Bilaga 2, Fällman, sid. 75.

<sup>126</sup> Sevenius, Bolagsstyrning, sid. 263.

röstvärdesdifferentiering. Röstvärdesdifferentiering är en vanlig företeelse i svenska aktiemarknadsbolag idag och innebär att olika aktier har olika röstvärde. En utredning som gjordes vid årsskiftet 1993/94 visade att närmare 80 procent av bolagen använde sig av röstvärdesdifferentiering.<sup>127</sup>

Dessa olika aktier kallas vanligtvis A, B och C aktier där A är det mest röststarka. Enligt ABL 4:5 är det tillåtet att ha en röstdifferentiering på max 1:10, men det finns dock aktier som har en ännu högre röstdifferentiering då det bestämdes innan de nya maxreglerna upprättades. Att skapa denna röstvärdesdifferentiering är ett sätt för en aktieägare att behålla kontrollen över bolaget utan att han också nödvändigtvis måste vara den som har bidragit med mest kapital.<sup>128</sup> Röstvärdesdifferentiering innebär således att en stark ägarfunktion kan uppnås även i större bolag.<sup>129</sup>

Enligt en undersökning som gjordes 2005 är två tredjedelar av riskkapitalet tillfört av aktieägare med aktier som har ett lågt röstvärde.<sup>130</sup>

## 6.2.4 Strukturella försvarsåtgärder

Denna typ av försvarsåtgärder bygger på att målbolagets strukturella karaktär kan förhindra ett fientligt uppköpserbjudande. Om målbolaget, genom förvärvet får en dominerande ställning på sin marknad eller redan innehar det innan förvärvet innebär det att budbolagets fientliga bud kan stoppas av konkurrensverket enligt reglerna i konkurrenslagen, KL. Målföretaget kan således planera sina egna förvärv för att skapa sig ett skydd mot oönskade uppköp.

Liknande blir fallet om målbolaget driver någon form av tillståndspliktig verksamhet och den eventuelle förvärvaren inte skulle bli godkänd av tillsynsmyndigheten för att bedriva den typen av verksamhet. Om förvärvaren inte skulle bli godkänd dras tillståndet in.<sup>131</sup> Exempel på vanliga verksamheter som kräver tillstånd i Sverige är bankrörelse och försäkringsrörelse.<sup>132</sup> Denna typ av försvarsåtgärd är mycket vanlig i Storbritannien.<sup>133</sup>

## 6.2.5 Försäljning av målbolagets tillgångar

Denna motåtgärd kan bli aktuell när budbolagets avsikt med det fientliga erbjudandet är att få tillgång till specifika tillgångar i målbolaget. Målbolaget, som i sin tur vet vilka dessa tillgångar är, beslutar om att sälja dessa till någon utomstående och på så sätt gör bolaget ointressant för den fientliga budgivaren.

---

<sup>127</sup> SOU 1995:44, sid. 179.

<sup>128</sup> Af Sandeberg, Sevenius, Börsrätt, sid. 29.

<sup>129</sup> SOU 1995:44, sid. 181-182.

<sup>130</sup> Sevenius, Bolagsstyrning, sid. 263.

<sup>131</sup> Öster, Styrelsens ansvar vid fientliga förvärv, sid. 70.

<sup>132</sup> SOU 1990:1, Bilaga 2, Fällman, sid. 84.

<sup>133</sup> SOU 1990:1, Bilaga 2, Fällman, sid. 57-58.

Huvudregeln i ABL är att det är styrelsen som beslutar om försäljning av bolagets tillgångar. Om dock värdet av dessa tillgångar innebär en ingripande åtgärd av exceptionell karaktär i förhållande till bolagets normala affärskaraktär ska beslutet om försäljning tas av bolagsstämman. Dock är en försäljning av målbolagets tillgångar enligt LUA 5:1, efter det att ett bud har lagts, en fråga för bolagsstämman och inte styrelsen. Om styrelsen däremot har fått ett bemyndigande från bolagsstämman i ett tidigare skede att ingå ett optionsavtal med ett utomstående företag om att det företaget vid ett offentligt erbjudande har rätt att köpa vissa i optionsavtalet uppräknade tillgångar är en sådan försäljning förenlig med reglerna i LUA.<sup>134</sup> Att sälja specifika tillgångar kan även innefatta att sälja dotterbolag om det t.ex. utför någon speciell aktivitet som budgivaren är ute efter. Att sälja ett dotterbolag på detta sätt kallas även ”spinn-offs”.<sup>135</sup>

### 6.3 Försvarsåtgärder i praxis

Ett relativt aktuellt exempel på användningen av försvarsåtgärder är de frågor som uppkom när Old Mutual framförde ett bud på Skandia. Skandias styrelse avstyrkte budet och i samband med detta uttalade Skandia att de inte skulle vidta några åtgärder för att försvåra budet och inte söka andra budgivare samt att Skandia har för avsikt att medverka vid upprättande av prospekt och tillståndsansökningar. Skandia offentliggjorde dock därefter en skrift som hette ”Lovande framtid för Skandia som ett självständigt bolag, viktig information till Skandias aktieägare”. Vad som var uppe till diskussion var ett brev som Skandias styrelse (målbolaget) skickade till Old Mutuals aktieägare (budbolaget) där Skandia uppmanade Old Mutuals aktieägare att rösta emot den nyemission som var nödvändig för att genomföra förvärvet av Skandia. I sitt uttalande nämner AMN först och främst att regeln i LUA 7:5 ger uttryck för principen om att ett offentligt erbjudande endast är en angelägenhet mellan budgivaren och aktieägarna i målbolaget. AMN säger också att vad det gäller förhållandet mellan målbolagets styrelse och budgivaren vid fientliga förvärv så finns det i Sverige ingen uttalad praxis. Men AMN har dock uttalat vad som enligt dem kännetecknar en förbjuden försvarsåtgärd och det är att åtgärden ska vara dels relativt ingripande, dels av väsentlig materiell betydelse, finansiellt eller affärsmässigt. Dock har målbolaget ingen skyldighet att aktivt underlätta processen för budgivaren med att t.ex. medverka i upprättande av prospekt, medverka i ansökan om myndighetstillstånd m.m., däremot ligger det i sakens natur att en vägran att medverka kan försvåra genomförandet av ett framlagt bud. AMN anser att Skandias brev till aktieägarna i Old Mutual otvivelaktigt syftade till att försvåra erbjudandets genomförande samtidigt som styrelsen dock har rätt och ska uttala sig om erbjudandet och om skälen till sitt ställningstagande. Att målbolaget går ut med information om framtida planeringar eller historiska resultat till sina aktieägare som ännu inte har offentliggjorts strider således inte mot god sed på aktiemarknaden.

<sup>134</sup> SOU 1990:1, Bilaga 2, Fällman, sid. 78-79.

<sup>135</sup> Schans Christensen, Contested takeovers in danish law, sid. 389.



Det måste således stå målbolagsstyrelsen fritt att argumentera emot ett erbjudande gentemot sina aktieägare så länge den information som de hänvisar till är saklig och korrekt.

Old Mutual anklagar Skandia för att t.ex. inte ha medverkat vid prospektarbetet medan Skandia svarar att de har väntat på att få en uppmaning till medverkan. Detta kommunikationsproblem är enligt AMN vanligt förekommande vid ett fientligt bud då det ligger i sakens natur. Dock väljer AMN att inte ta ställning till företagets olika uppfattningar om kommunikationen utan konstaterar bara att det i fall som detta där det rör sig om betydande belopp är oacceptabelt och att det riskerar att skada förtroendet för aktiemarknaden.<sup>136</sup>

I AMN 2006:55 ställdes frågan om det var tillåtet för målbolagsstyrelsen att skicka en förfrågan till AMN under en budgivningsprocess. Nämnden svarade att så länge det är till aktieägarnas bästa och förfrågan har varit sakligt motiverad och inte haft till syfte att försvåra budprocessen är det inget som hindrar målbolagsstyrelsen att kontakta AMN.

Målbolagsstyrelsen har även rätt att sammankalla och planera en bolagsstämma trots att bud har lagts eller är nära förestående eftersom styrelsen kan behöva bolagsstämmans godkännande för att kunna vidta vissa handlingar t.ex. försvarsåtgärder. Det är även tillåtet för styrelsen att på bolagsstämman föreslå extra utdelning och förändringar i kapitalstrukturen i bolaget.<sup>137</sup>

Ett exempel på en icke godtagbar försvarsåtgärd, när det finns konkurrerande budgivare, är när information lämnas till en konkurrent utan att denne har efterfrågat informationen och på så sätt försätter konkurrenten i en insiderposition vilket innebär att han inte längre får handla med aktierna i fråga och därav blir handlingslös i sina försök att förvärva aktier i målbolaget. Detta uttalade AMN i 2004:9 och skälen till deras beslut var att ett sådant beteende inte gagnar aktieägarna i målbolaget och därför strider mot god sed på aktiemarknaden.

I samma uttalande som ovan från 2006 sa AMN att regelerna i LUA 5:1 ska tillämpas på varje fall individuellt och att det inte går att uppställa en allmän bedömning av vilka åtgärder som ska anses försämma erbjudandets lämnande eller genomförande. I detta uttalande konstaterade AMN även att det är förenligt med god sed på aktiemarknaden, då det ligger i sakens natur, att målbolagsstyrelsen anlitar en utomstående rådgivare för att utvärdera erbjudandet för att kunna få ett så bra underlag som möjligt inför sitt uttalande till aktieägarna så att aktieägarna i sin tur har ett bra underlag när de ska ta sitt beslut. Det är även tillåtet att anlita dessa rådgivare för att finna och genomföra försvarsåtgärder som inte kräver bolagsstämmans godkännande. Den enda restriktionen här är att målbolagsstyrelsen genom dessa rådgivare inte ådrar bolaget oskäligen kostnader.<sup>138</sup> Med oskäligen

---

<sup>136</sup> AMN 2005:47.

<sup>137</sup> AMN 2006:55.

<sup>138</sup> AMN 2006:55.

kostnader menar AMN kostnader som inte är marknadsmässiga och som inte är sakligt motiverade. Kostnaderna måste självklart också vara förenliga med aktieägarnas intressen. Anledningen till att kostnaderna inte får vara oskäligt höga är att om målbolaget drar på sig kostnader som inte utgör motsvarande nytta för bolaget kan det ha en avskräckande effekt på budbolaget. Denna bedömning av kostnaderna ligger på målbolagsstyrelsens ansvar med utgångspunkt av deras vårdplikt.<sup>139</sup>

## 6.4 Målbolagsledningens potentiella utnyttjande av försvarsåtgärderna

Lagstiftarens syfte med försvarsåtgärderna är att få budgivaren att förhandla med målbolagsledningen och på så sätt försöka maximera aktievärdet genom att förmå budgivaren att höja sitt bud. Dock bör ledningen se upp med att fördyra uppköpet för budgivaren till den mån att han inte längre är intresserad av att fullfölja sitt bud. Detta talar för att ledningen ska ha möjlighet att vidta försvarsåtgärder, men för att det ska fungera i praktiken krävs att ledningens och aktieägarnas intressen sammanfaller vilket jag tidigare redovisat enligt principal- agentteorin inte är fallet. Ledningens huvudintresse är inte att maximera aktievärdet för aktieägarna utan att leda företaget i eget intresse och därför finns begränsningar i ledningens möjligheter att vidta försvarsåtgärder.<sup>140</sup>

När ledningen agerar vid ett fientligt uppköpserbjudande kan således deras egenintressen ligga bakom. En ägarförändring innebär ofta att den sittande ledningen i målbolaget byts ut mot en av köparen nyvald ledning. Detta innebär att målbolagets ledning förlorar sina starka positioner som företagsledare och det kan vara en mycket prestigefull position som de mot alla odds inte vill förlora.<sup>141</sup> De kan av den anledningen agera utifrån egenintresse och försöka stoppa uppköpet trots att ett uppköp är till fördel för aktieägarna. De försvarsmetoder som används kan som jag tidigare har nämnt variera men i slutändan har studier visat att det är aktieägarna som förlorar på användningen av dem eftersom det är företagets medel som tas i bruk för att försvarsmetoderna ska kunna verkställas.<sup>142</sup> Ett poison pill kan t.ex. användas av ledningen för att försvåra ett bud som aktieägarna egentligen skulle ha accepterat. Dock väljer aktieägare idag inte bort möjligheten att ha ett poison pill i bakfickan då detta skulle medföra att bolaget utåt sett verkar mottagligt för fientliga bud.<sup>143</sup>

Ledningen bör således vidta försvarsåtgärder i syfte att uppnå ett bättre bud för att öka aktieägarnas förtjänst.<sup>144</sup> Hur detta ska kunna ske i praktiken är en fråga för corporate governanceforskarna. För incitamenten och kontrollen

---

<sup>139</sup> AMN 2007:10.

<sup>140</sup> Jonsson, Försvarsmetoder vid fientliga företagsförvärv, sid. 889.

<sup>141</sup> SOU 1990:1, sid. 98.

<sup>142</sup> Sevenius, Bolagsstyrning, sid. 85.

<sup>143</sup> Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, sid. 119.

<sup>144</sup> Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, sid. 117.

som jag diskuterade i avsnitt 1 kostar pengar för aktieägarna och dessa kostnader ska hållas så låga som möjligt. Även detta är en fråga för corporate governanceforskarna.

# 7 Hantering av intressekonflikterna

Det finns olika verktyg att tillgå för att hindra, eller åtminstone mildra, ledningens opportunism och för att få dem att sätta aktieägarens bästa i fokus. Hanteringen av intressekonflikterna förändras med tiden och jag har valt att nämna de som enligt litteraturen på området är de mest aktuella för tillfället. Det är således ingen uttömmande uppräknning.

## 7.1 Incitamentsprogram

Incitamentsprogrammen diskuteras mycket flitigt inom corporate governance. Jag har valt att begränsa mig till den svenska doktrins diskussioner omkring incitamentsprogram då jag endast har för avsikt att ge läsaren en kort överblick över incitamentsprogrammets innebörd och syfte.

Incitamentsprogram har, som mycket annat inom corporate governance, sitt ursprung i USA. Att använda incitamentsprogram är ett sätt att försöka kontrollera, eller snarare försöka minska ledningens opportunism. Det har blivit en vanlig företeelse i ersättningspaketet till företagsledningen i de svenska noterade bolagen och anledningen till detta är, enligt principal-agentteorin, att utfallsrelaterade ersättningar fungerar bättre i situationer när det är svårt att definiera agentens uppgifter och övervakningen av dessa uppgifters utförande. Om man applicerar denna teori på ett börsbolag kan man se varför den är tillämplig, ledningens uppgifter i ett börsbolag är inte helt tydliga och därför svåra att övervaka.<sup>145</sup> Ju mindre andel av företagets överskott som ledningen får ta del av desto större blir deras incitament att agera opportunistiskt och desto mer kommer de att konsumera inom bolaget.<sup>146</sup> Efter att den nya ABL trätt ikraft 2004 ska aktieägarna på bolagsstämman fatta beslut om riktlinjer för ersättningen till ledande befattningshavare.<sup>147</sup>

Syftet med dessa är att ledningen ska få incitament att driva företaget framåt i ett mer långsiktigt perspektiv genom att en potentiell vinst hägrar ca tre år framåt i tiden och den vinsten är beroende av aktiekursutvecklingen. Detta är inget som kan tillgodoses med en rörlig lön eller bonusprogram eftersom de är riktade till nutid. Dessa incitamentsprogram leder således till att ledningen ser en möjlighet till en större förtjänst några år framåt i tiden och att de därför väljer att styra och leda företaget på ett mer långsiktigt plan. Detta gynnar även aktieägarna. Problemet med incitamentsprogrammen är att de oftast är knutna till företagets resultat och att det därför kan leda till försök till manipulering av räkenskaper.<sup>148</sup> Trots att

---

<sup>145</sup> Af Sandeberg, Sevenius, (red.), Kristiansson, Börsrätt, sid. 301.

<sup>146</sup> Skogh, Lane, Åganderätten i Sverige, sid. 107.

<sup>147</sup> ABL 7:61, 8:51-53.

<sup>148</sup> Sevenius, Bolagsstyrning, sid. 103-104.

incitamentsprogrammen har för avsikt att vara långsiktiga har de ändå kritiserats för att vara alltför kortsiktiga och fokuserande på kursvårdande åtgärder.<sup>149</sup>

### 7.1.1 Lojalitetsplikten

Liksom incitamentsprogrammen är lojalitetsplikten något som diskuteras flitigt och jag hade kunnat skriva en uppsats enbart om den. Nu är dock min avsikt att endast ge läsaren en förståelse för lojalitetspliktens betydelse för corporate governancediskussionen och jag har därför valt att endast lämna en kortfattat redogörelse däröver.

Ledningen har en lojalitetsplikt gentemot aktieägarna. Denna lojalitetsplikt kommer till uttryck på flera ställen i ABL.<sup>150</sup> Ledningen är även bunden av generalklausulen i ABL 7:47 och ABL 8:41. Generalklausulen innebär att ledningen inte får ta beslut som är ägnade att ge aktieägare eller annan en otillbörlig fördel till nackdel för företaget vilket också kan ses som en del av lojalitetsplikten. Det är lojalitetsplikten som jag ska diskutera i detta kapitel eftersom det är den regel som rör förhållandet mellan ledningen och aktieägarna medan generalklausulen rör förhållandet mellan minoritet och majoritet vilket är en intressekonflikt som jag inte behandlar i denna uppsats.

Man brukar använda sysslomannabegreppet när man diskuterar lojalitetsplikt. Sysslomannen får ett visst ansvar i och med sin position gentemot huvudmannen och detta kan likställas med ledningens ansvar gentemot aktieägarna i ett bolag. Sysslomannens ansvar innebär att han ska handla i sin huvudmans intresse som om han själv vore denne. I detta ansvar ingår att all vinst sysslomannen gör ska tillfalla huvudmannen samt att sysslomannen ska redovisa och informera huvudmannen om sina aktiviteter. Dock anser Bergström och Samuelsson att sysslomannabegreppet inte är tillräckligt för att beskriva ledningens ansvar gentemot företaget. Ledningen har mer långtgående befogenheter samtidigt som de har en skyldighet att ta hänsyn till andra intresser i vissa situationer och inte bara aktieägarnas för att undgå personligt ansvar.<sup>151</sup>

Sammantaget anser Bergström att det finns en lojalitetsplikt av någon form inom aktiebolagets gränser, dock är den inte att jämföra med sysslomannareglerna då den enligt honom innebär en efterlevnad av lagregler. Bolaget som institution är huvudmannen och ledningen måste därför ta sina beslut i bolagets och aktieägarnas gemensamma intresse av vinst. Lojalitetsplikten har således en oklar innebörd men som förenklat kan anses omfatta det komplex av skyldigheter som ledningen har gentemot företaget som dess uppdragsgivare.<sup>152</sup>

---

<sup>149</sup> Af Sandeberg, Sevenius, (red.), Kristiansson, Börsrätt, sid. 302.

<sup>150</sup> ABL 3:3, 3:1 3p., 8:23, 8:34.

<sup>151</sup> Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, sid. 110-111.

<sup>152</sup> Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, sid. 112.

## 7.1.2 Vinstbegreppet

Att se om ett beslut har lett till vinst är enkelt, det är bara att läsa i företagets redovisning. Problemet är hur man kan se att ett beslut har tagits med hänsyn till vinst innan man vet om det verkligen har lett till vinst. Det svåra med att avgöra detta är att det på aktiemarknaden ständigt sker förändringar och ledningen måste, på grund av otillräcklig information, ta ett beslut som till viss del är påverkat av deras subjektiva värderingar.<sup>153</sup>

I USA används principen ”the business judgment rule” för att se om ett affärsmässigt beslut verkligen är taget på rätt grund. Kortfattat innebär business judgement rule att domstolen inte ser på själva beslutet utan på hur ledningen har gått till väga när de har tagit beslutet dvs. om de har haft tillräckligt med information för att kunna ta beslutet samt att övriga lojalitetskrav är uppfyllda. Att domstolen inte ser till själva beslutet beror på att de inte anses vara tillräckligt insatta och att det är lika svårt för dem att förutse framtiden, det är således inte deras jobb att ta affärsmässigt riktiga beslut. Dessa lojalitetskrav kallas i USA för fiduciary duties och här ingår duty of lojalitety, duty of care och duty of good faith.<sup>154</sup> Att domstolen inte ska ta ställning till rimligheten av ett visst affärsbeslut gäller även i Sverige då det är styrelsen ansvar att se över en VD:s beslut.<sup>155</sup>

Det finns således ingen objektiv måttstock för att mäta ledningens tillvägagångssätt vid tagandet av affärsmässiga beslut. Allra svårast blir det att bedöma ett beslut när det har gynnat både aktieägare och ledning.<sup>156</sup>

## 7.1.3 Jävsregler för styrelseledamot och VD

Jävsreglerna fungerar som ett sätt att reglera förhållanden mellan bolaget och ledningen i frågor där någon i ledningen har ett eget intresse som strider mot bolagets intressen. Reglerna om jäv för styrelseledamot finns intagna i ABL 8:23 och reglerna om jäv för VD finns i ABL 8:34. Jävsreglerna för VD överensstämmer med jävsreglerna för styrelseledamot. Är det en ledamot själv som har ett sådant intresse ska resterande ledamöter ta beslutet utan hans medverkan. Om det däremot är hela styrelsen som har ett eget intresse som skiljer sig från bolagets måste bolagsstämman besluta i frågan och i vissa fall byts även hela styrelsen ut. Dessa regler kan även ses som en del av lojalitetsplikten.

## 7.2 Sanktioner/Straff

Enligt Börslagen 4:8 ska varje börs ha en disciplinnämnd. Nämndens uppgift är att handlägga ärenden om emittenters och medlemmars överträdelse av aktuella regler vid den börsen. Detta i sin tur innebär att det

---

<sup>153</sup> Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, sid. 112-113.

<sup>154</sup> Schans Christensen, Contested takeovers in danish law, sid. 275.

<sup>155</sup> Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, sid. 112-113.

<sup>156</sup> Bergström, Samuelsson, Aktiebolagets grundproblem, sid. 114.

även måste finnas sanktioner mot dessa överträdelser. Börsen själv bestämmer således sina regler och sina sanktioner, det enda kravet som finns enligt lag är att börsen måste ha ändamålsenliga regler.<sup>157</sup> Enligt Stockholmsbörsens noteringsavtal 4 punkten kan börsen besluta om avnotering av bolaget om överträdelse av lag, annan författning, noteringsavtalet eller allmänt vedertagen sed på värdepappersmarknaden är av allvarlig art. Med allmänt vedertagen sed på värdepappersmarknaden menas, enligt handledningstexten till noteringsavtalet, en faktiskt förekommande praxis som t.ex. kan komma till uttryck genom Aktiemarknadsnämndens uttalanden.<sup>158</sup> Om överträdelsen är av mildare grad kan börsen besluta om att ålägga bolaget vite eller enbart låta bolaget komma undan med en varning. Det är börsens disciplinnämnd som tar beslut om en lämplig påföljd.

Det finns även regler om ansvar för styrelseledamöter i ABL. Lindskog anser att eftersom en styrelses uttalande beträffande ett offentligt erbjudande inte görs i ställning som bolagsorgan blir inte heller ansvarsreglerna i ABL tillämpliga. Styrelsen agerar enligt Lindskog istället som en gestor i förhållande till aktieägarna och därför blir ansvarsreglerna på det området tillämpliga i detta fall. Då det är ett krav att styrelsen i målbolaget måste uttala sig om erbjudandet måste det även vara självklart att aktieägarna ska kunna förlita sig på detta uttalande och om det senare visar sig vara felaktigt måste det finnas en möjlighet för dem att utkräva skadestånd. Lindskog anser att ett skadeståndsansvar för målbolagets styrelse bör grundas i ett oaktsamhetsansvar som om ett avtalsförhållande hade förelegat mellan dem och aktieägarna. Lindskog diskuterar även i vilken utsträckning det kan bli aktuellt med ett utomobligatoriskt skadestånd för ren förmögenhetsskada. Detta är dock en fråga som är omdiskuterad i doktrinen och Lindskog själv anser att eftersom det gäller ett informationsansvar bör befogad tillit vara skyddsvärd enligt den s.k. normskyddsläran<sup>159</sup>. Aktieägarna bör enligt normskyddsläran skyddas då de litar till styrelsens utvärdering av den offentliga erbjudandet och då de ska kunna se styrelsens rekommendation som välgrundad eftersom ställningstagandet görs i deras intresse.<sup>160</sup>

Självklart finns det även regler i skadeståndslagen och i Brottsbalken men dem har valt att utesluta här.

## 7.3 Aktiva aktieägare

Corporate governance diskussionen har under senare år uppmanat aktieägare att vara mer aktiva. Framförallt har de institutionella ägarna<sup>161</sup> verkligen fått

---

<sup>157</sup> Af Sandeberg, Sevenius, Acekebo, Börsrätt, sid. 216.

<sup>158</sup> Se mer om Aktiemarknadsnämndens uttalanden i tidigare avsnitt 5.3.1 och avsnitt 7.4.

<sup>159</sup> Normskyddsläran innebär i korthet att den som är uppgiftslämnare har ett oaktsamhetsansvar gentemot den som fäster tillit till uppgifterna om det är av samhällelig vikt att tilltro fästs vid uppgifterna.

<sup>160</sup> Af Sandeberg, Sevenius, Lindskog, Börsrätt, sid. 164-165.

<sup>161</sup> Dessa består av pensionsfoder, livförsäkringsbolag, aktiefonder, investmentföretag m.m.

sig en knäpp på näsan då de förvaltar ”den vanliga människans” pengar. Vad som efterfrågas är en starkare ägarroll och inte bara en aktieinnehavare.<sup>162</sup> Anledningen till detta är att det behövs aktiva aktieägare för en fungerande marknadsekonomi och deras deltagande i bolagsstämman är viktigt för att upprätthålla en sund maktbalans mellan ägare och ledning.

Det finns dock motståndare till ökad aktieägaraktivitet. De anser att aktieägare är okunniga och enbart försämrar ett bolags förvaltning. Deras okunnighet bidrar till att bolagens beslut drar ut på tiden eller rentav hindras fastän det egentligen inte är det bästa för bolaget. Stark aktieägaraktivism kan således enligt motståndarna försämma ett starkt företag.<sup>163</sup>

Kodgruppen diskuterade ett förslag om att införa ett krav på att utnyttja sin rösträtt men konstaterade att det skulle vara att gå alltför långt. Varje aktieägare ska själv få avgöra vad han vill använda sina aktier och dess rösträtt till.<sup>164</sup>

## 7.4 Marknaden själv

Det finns en teori om att marknaden själv kan övervinna principal-agentproblemet. Detta instrument kallas för en marknad för företagskontroll. I undersökningar har fientliga bud visat sig vara bra för att användningen av kapitalet som är investerat på aktiemarknaden då används på bästa sätt. Anledningen till detta är att många av målföretagen som blir utsatta för ett fientligt bud är undervärderade och underpresterande i jämförelse med liknande företag på marknaden. Aktieägarna i dessa företag får således inte ut så mycket av sin investering som skulle ha varit möjlig vid ett ultimatum utnyttjande av dess resurser. Underpresterande företag beror oftast på en omotiverad ledning med bristande förmåga och kunskap. Fientliga förvärv som beror på en ineffektiv ledning kan även kallas för disciplinära då ledningen efter förvärvet kan bytas ut.<sup>165</sup> Eftersom förvärvaren måste betala ett högre pris för aktierna är förvärvet endast affärsmässigt motiverat om han har förutsättningar för att kunna förbättra målföretagets resultat. En vanlig åtgärd är att förvärvaren byter ut målbolagets ledning. Ett eventuellt bud kan därför även ha en disciplinerande effekt på målbolagets ledning att bli mer effektiva. När målbolaget är under ett uppköpshot kan det även hända att andra budgivare tillkommer och en budgivning inleds vilket kan innebära att aktieägarnas ersättning för sina aktier ökar. Ett fientligt förvärv är således oftast till fördel för aktieägarna i målbolaget då det innebär en högre ersättning för deras aktier än om de skulle säljas vid ett vänligt sinnat förvärv.<sup>166</sup>

Detta innebär i korthet att om ett bolags ledning är ineffektiv och således inte uppfyller bolagets mål trots att det finns potentiella resurser kommer det

---

<sup>162</sup> Mallin, Corporate governance, sid. 12.

<sup>163</sup> <http://www.ecgi.org/activism/index.php>.

<sup>164</sup> SOU 2004:130, sid. 20.

<sup>165</sup> Kim, Nofsinger, Corporate governance, sid. 106.

<sup>166</sup> Sternberg, Corporate governance, sid. 34-35.



automatiskt att komma någon annan som säger sig kunna använda dessa resurser på ett mer effektivt sätt. Detta innebär att marknaden kan ses som en plats där olika företagsledningar genom förvärvserbudanden tävlar om kontrollen över ett företags resurser. Det är priset på företagets aktier som signalerar om ledningen sköter sig eller inte. Om ledningen är ineffektiv kommer aktievärdet att ligga under det potentiella värdet för företagets resurser och då kommer det alltid att finnas någon annan som vill överta verksamheten.<sup>167</sup> Det är även p.g.a. detta som det antas föreligga en fungerande marknad för företagsledare då ineffektiva företagsledare riskerar avsked om de inte förbättrar sina resultat.<sup>168</sup> Denna kontrollmekanism är enligt Schans Christensen en av de bästa för att få ledningen att prestera effektivt och en av aktieägarnas bästa, och kanske rent av enda kontrollmekanism som verkligen fungerar och som är tillräckligt effektiv för att kunna skydda aktieägarnas intressen.<sup>169</sup>

Däremot finns det motståndare till denna teori om att ett målföretag som är utsatt för ett fientligt uppköpserbjudanden är underpresterande och att det därför är samhällsekonomiskt effektivt att det blir uppköpt. De menar t.ex. att ett fientligt bud som besegras inte alltid behöver innebära en förlust för målbolagets aktieägare utan rent av kan innebära en vinst för dem och en uppgång i aktievärdet. Dock är detta argument mycket omstritt. De menar också att ett företag som blir uppköpt och därefter likvideras innebär en förlust för samhället då t.ex. jobbtillfällena försvinner, skatteinkomster försvinner m.m. Att ledningen i målföretaget alltid har ett hot om uppköp hängandes över sig ser motståndarna till fientliga uppköp inte heller som något positivt då ledningen istället för att leda företaget ägnar mer av sin tid åt att planera försvarsåtgärder.<sup>170</sup> Dessa följer av ett fientligt förvärv inträffar dock även vid vänliga förvärv och Schans Christensen anser därför att det inte finns någon som helst anledning att anta att ett fientligt förvärv har mer skadliga effekter än ett vänligt sinnat förvärv.<sup>171</sup> I en annan undersökning av mer än 250 företagsförvärv gjorda mellan 1958 och 1983 visades att inom två år från förvärvet avsattes minst hälften av den högsta ledningen i bolaget. Kim och Nofsinger som själva har refererat till denna undersökning anser att den statistiken bör vara tillämplig även på dagens förvärvsmarknad.<sup>172</sup>

---

<sup>167</sup> SOU 1990:1, sid. 83-84.

<sup>168</sup> Blom, Aktiemarknadesorienteringens ideologi, sid. 46.

<sup>169</sup> Schans Christensen, Contested takeovers in danish law, sid. 102.

<sup>170</sup> Schans Christensen, Contested takeovers in danish law, sid. 71-72.

<sup>171</sup> Schans Christensen, Contested takeovers in danish law, sid. 106.

<sup>172</sup> Kim, Nofsinger, Corporate governance, sid. 109.

## 8 De lege ferenda

I detta avsnitt har jag valt att redogöra för några olika författares kommentarer om corporate governance-diskussionens framtid samt för aktuell forskning på området.

Att corporate governance fortfarande är ett hett ämne efter att skandalerna Enron, Parmalat m.fl. har lämnat folks läppar beror enligt Isaksson på att corporate governance har blivit en del av den moderna ekonomin samt samhället i sin helhet. Samhället och ekonomin litar på företagen att de ska skapa jobbtillfällen och förse marknaden med produkter och service, då krävs att de är styrda på ett sätt som uppfyller dessa krav. Isaksson menar att en dålig corporate governance skadar förutsättningarna för att skapa värdeökning och det bidrar även till ett dåligt förvaltande av företagets tillgångar.<sup>173</sup>

Skog anser att det behövs bättre kontrollinstrument och ser en fortsatt het debatt beträffande corporate governance minst tio år framöver (uttalat 2004).<sup>174</sup>

Sevenius anser att det är alltför mycket fokus på legalism. Enligt honom agerar de flesta aktörer på marknaden etiskt och desto mer leglisering desto mer rädsla för att göra fel. Detta i sin tur hämmar ledningen från att ta beslut som innebär en affärsrisk vilket de egentligen borde. Kraven på arbetsordning m.m. riskerar att bara bli ett dokument som läggs i en pärm och återanvänds varje år. Lösningen på detta legaliseringsproblem är enligt Sevenius en mer ”levandegörning” av bolagsstyrningens normer i styrelserna och av aktieägarna i deras dagliga arbete. Han anser dock att domstolarna kan få en mer aktiv roll framöver då näringslivet tenderar att bli mer kapital- och transaktionsdrivet där t.ex. aktier och företag är till salu till högstbjudande, samt genom den ökade legliseringen och att företagsledningarna därav mer kommer att följa regler än affärsmässig och etisk kodex. Det enda som, enligt Sevenius, talar emot en ökad domstolsroll är att ”ägarmakt helst verkar i det fördolda”.<sup>175</sup>

Deakin säger att synen på aktieägarvärde är på väg att förändras. Han menar att när aktieägarna använder sin makt är det inte längre som representanter för marknaden utan som agenter för hela samhället.<sup>176</sup> Detta kan märkas i den diskussion som har eskalerat markant under de senaste åren om s.k. corporate social responsibility.

Kollegiet för Svensk bolagsstyrning har gjort undersökningar beträffande Kodens tillämpning m.m. och enligt dessa undersökningar verkar

---

<sup>173</sup> Isaksson, Skog, (red.), Isaksson, The future of corporate governance, sid. 135-136.

<sup>174</sup> Isaksson, Skog, (red.), Skog, The future of corporate governance, sid.163-164.

<sup>175</sup> Sevenius, Bolagsstyrning, sid. 284-285.

<sup>176</sup> Deakin, The coming transformation of shareholder value, sid. 16.

förtroendet för näringslivet ha stärkts till viss del efter kodens tillkomst. Undersökningen bestod av två delundersökningar där den ena var Allmänheten där syftet var att mäta allmänhetens förtroende, främst hos aktiesparare, för hur de börsnoterade bolagen sköts och den andra var Ledande aktörer på kapitalmarknaden som berörs av koden i sitt arbete, t.ex. styrelseordförande och verkställande direktörer, institutionella ägare, kapitalförvaltare m.m. där syftet är att mäta hur de anser att bolagen sköts. Avseende Allmänheten var det en svagt positiv trend förutom när det gällde förtroendet för hanteringen av bolagsledningarnas ersättningar. Undersökningen har gjorts hösten 2005 och hösten 2006 och det gick att se en tydlig förbättring av förtroendet år 2006 jämfört med år 2005. Dock är siffrorna fortfarande negativa beträffande ersättningsfrågan och den blir starkare hos den grupp av aktieägare som är aktiva i sitt ägande. Vad gäller kapitalmarknaden är förtroendet för bolagsstyrningen i svenska börsbolag positivt, dock har förtroendet sjunkit lite sedan 2005 hos aktieägare men även hos styrelseordförande och VD i bolag som är bundna av Koden. Även kodens betydelse för bolagsstyrningen har fått positiv respons. Kollegiet är dock noga med att poängtera att förändringstendenserna är svaga och att det behövs fler undersökningar innan man kan dra några konkreta slutsatser.<sup>177</sup>

Koden har enligt Kollegiets uppfattning fungerat mycket bra sedan dess tillkomst och den har väsentligt bidragit till ökad kvalitet på svensk bolagsstyrning och ett ökat förtroende för börsbolagen från allmänheten och kapitalmarknaden både nationellt och internationellt. Efter dessa positiva resultat har det nu beslutats att Koden fr.o.m. 1 juli 2008 skall omfatta alla svenska aktiebolag vars aktier är upptagna till handel på en reglerad marknad i Sverige. Anledningen till att Kollegiet anser att tiden är inne för denna förändring beror på att de anser att det inte finns någon anledning att inte ställa samma krav på de mindre bolagen i bolagsstyrningsfrågor samt att Sverige har skiljt sig från övriga Europa genom att bara låta Koden omfatta vissa börsbolag. Detta har inte givit något bra intryck för den internationella kapitalmarknaden. I mitten av maj har Kollegiet för avsikt att presentera den reviderade Koden.<sup>178</sup>

---

<sup>177</sup> Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, Kodbarometer 2005-2006, sid. 1-3.

<sup>178</sup> Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, Förslag till reviderad Svensk kod för bolagsstyrning, sid. 3-4.

## 9 Avslutande reflektioner

Diskussionen kring utvecklingen av corporate governance har under det senaste årtiondet varit markant. Det märks inte bara på marknaden utan även bland offentligheten. Hur företagen styrs är ett hett samtalsämne och det kommer nog att fortsätta vara så under lång tid framöver då diskussionen hela tiden blir mer och mer vidsträckt, framförallt den nu på senare tid uppkomna diskussionen om corporate social responsibility.

Min uppsats behandlar principal- agentteorin och de problem som den inriktar sig på. Jag har redogjort för ett flertal problem som påverkar aktieägarna negativt och som även kan bli mycket kostsamma för dem. Kostnaderna uppstår då aktieägarna på olika sätt försöker kontrollera eller minimera riskerna för moral hazard. Att ledningen ska arbeta för sina aktieägares bästa är således något som enligt principal- agentteorin är mycket svårt att uppnå utan att det uppstår kostnader.

Den intressekonflikt som är tydligast vid ett fientligt uppköpserbjudande är att ledningen agerar av rädsla för att förlora sin prestigefulla tjänst på aktieägarnas bekostnad. Ledningens opportunistiska agerande kan ta sig uttryck på flera sätt men det är svårt att direkt peka på att ett agerande har varit i strid med aktieägarnas bästa. Jag har valt att redogöra för ett antal olika försvarsåtgärder och vad de fyller för funktion för att sedan diskutera dess tillämpning ur en corporate governancesynvinkel. Det finns dock inga klara fall att redovisa till där ledningen har använt sig av försvarsåtgärder för att skydda sin egen position i bolaget men det finns däremot inte heller något som talat för motsatsen.

Med denna uppsats vill jag visa att principal- agentteorin kan appliceras på försvarsåtgärdernas tillämpning vid ett fientligt uppköpserbjudande och att det med hjälp av den teorin går att diskutera försvarsåtgärdernas opportunistiska tillämpning med tanke på de olika intressen som ledning och aktieägare har vid ett sådant uppköpserbjudande. Försvarsåtgärdernas egentliga syfte, enligt lagstiftaren, är att förhindra eller försöka förbättra ett offentligt uppköpserbjudande som ur aktieägarnas synvinkel inte är tillräckligt tillfredsställande. Emellertid, som jag har redovisat i uppsatsen, finns det en risk att ledningen vidtar åtgärder som inte är till aktieägarnas bästa och detta kan således även inkludera att vidta försvarsåtgärder. Försvarsåtgärdernas egentliga syfte missbrukas då av en ledning som befarar att bli avsatt vid en eventuell ägarförändring.

Att hantera intressekonflikterna och minimera agentkostnader är på grund av det ovan nämnda en viktig del av diskussionen kring corporate governance. De möjligheter som jag har redovisat för är inte uttömmande, det finns med andra ord även andra sätt att försöka tygla en opportunistisk ledning, men de möjligheter som är redovisade i uppsatsen är de som är mest förekommande. Den svenska bolagskodens tillkomst har visat sig vara

en viktig del av den svenska bolagsstyrningens utveckling i positiv riktning. Nu till sommaren kommer Koden att även omfatta de mindre aktiebolag som inte tidigare omfattats vilket också talar för att Koden har inneburit stora positiva effekter på aktiemarknaden och har mottagits välkomnande av de flesta aktörerna på marknaden.

# Käll- och litteraturförteckning

## Förarbeten

SOU 1990:1, *Företagsförvärv i svenskt näringsliv-betänkande från ägarutredningen.*

SOU 1990:1 *Företagsförvärv i svenskt näringsliv-betänkande från ägarutredningen, Bil. 2,*

SOU 1995:44, *Aktiebolagets organisation.*

SOU 2004:46, *Svensk kod för bolagsstyrning-Förslag från kodgruppen.*

SOU 2004:130, *Svensk kod för bolagsstyrning-Betänkande av Kodgruppen.*

SOU 2005:58, *Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden.*

Proposition 2005/06:140, *Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden.*

Proposition 1997/98:99, *Aktiebolagets organisation.*

## EU och EG-rätt

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden. (EUT L 142, 30.4.2004, s 12, Celex 32004L0025).

## Utomrättsliga normer

Cadbury rapporten, <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>

Koden för bolagsstyrning.

NBK:s Flagningsregler.

OECD:s principles of corporate governance,

<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.

Stockholmsbörsens noteringsavtal med handlingstext gällande fr o m den 1 juli 2007.

Stockholmsbörsens takeoverregler.

## Doktrin

Af Sandeberg, Catarina, Sevenius, Robert, (red.), *Börsrätt*, 2 uppl., Studentlitteratur, 2008.

Bergström, Clas, Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, 2 uppl., Norstedts Juridik, 2001.

Berle, Adolf Augustus, Means, Gardiner C, *The modern corporation and private property*, New York: Macmillan, 1932.

Blom, Martin, *Aktiemarknadsorienteringens ideologi – En studie av en organisations försök att skapa aktieägarvärde, dess styrning och kontroll samt uppgörelse med sitt förflutna*, Institutet för ekonomisk forskning – Ekonomihögskolan, Lunds Universitet, Lunds Business Press, 2007.

Brülde, Bengt, Strannegård, Lars, *Affärsetik*, Liber AB, 2007.

Dahlman, Christian m.fl., *Rättsekonomi – en introduktion*, 2 uppl., Studentlitteratur, 2005.

Hägg, Ingemund, (red.) *God styrelsesed*, SNS Förlag, 1996.

Isaksson, Mats, Skog, Rolf (red.), *The future of corporate governance*, Elanders Gotab AB, 2004.

Kim, Kenneth A, Nofsinger, John R, *Corporate Governance*, 2 uppl., Pearson Prentice Hall, 2008.

Mallin, A. Christine, *Corporate Governance*, 1 uppl., Oxford University Press, 2004.

Monks, Robert A.G., Minow, Nell, *Corporate Governance-second edition*, Blackwell Publishing, 2001.

Nord, Gunnar, Thorell, Per (red.), *Intressekonflikter och finansiella marknader*, Stockholm Centre for Commercial Law, 2006.

Schans, Christensen, Jan, *Contested takeovers in danish law – A comparative analysis based on a law and economics approach*, G-E-C Gads Forlag, Copenhagen 1991.

Sevenius, Robert, *Bolagsstyrning*, Studentlitteratur, 2007.

Sevenius, Robert, *Företagsförvärv – en introduktion*, Studentlitteratur, 2003.

Skogh, Göran, Lane, Jan-Erik, *Äganderätten i Sverige-En lärobok i rättsekonomi*, 1 uppl., SNS Förlag, 1993.

Smith, Adam, *Inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, (1776), Penguin Books, New York, 1999.

Sternberg, Elaine, *Corporate Governance: Accountability in the Marketplace*, Hobart Paper 137, The Institute of Economic Affairs, 1998.

Svernlöv, Carl, *Svensk kod för bolagsstyrning – med kommentarer för praktisk tillämpning*, 2 uppl., Norstedts Juridik, 2006.

Tirole, Jean, *The theory of corporate finance*, Princeton University Press, USA, 2006.

Weston, Fred J. m.fl., *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance – fourth edition*, Pearson Educational International, 2004.

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

### **Periodiskt tryck**

Coase, Ronald, *The nature of the firm*, *Economica*, 4, sid. 386-405, 1937.

Deakin, Simon, *The Coming Transformation of Shareholder Value*, Volym 13, *Corporate Governance*, nr 1, januari 2007.

ECGI, *Research Newsletter-Corporate Takeovers*, Vol. 1, Spring 2006, [http://www.ecgi.org/research/research\\_newsletter/vol1.pdf](http://www.ecgi.org/research/research_newsletter/vol1.pdf).

Fama, Eugene, Jensen, Michael, *Separation of Ownership and Control*, *Journal of Law and Economics*, XXVI, sid. 301-325, 1983.

Fama, Eugene, Jensen, Michael, *Agency Problems and Residual Claims*, *Journal of Law and Economics*, 26, sid. 327-349, 1983.

Jensen, Michael, Meckling, William H, *The theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, *Journal of financial economics* 3, sid. 305-360, 1976.

Jensen, Michael, Ruback, Richard, *The market for corporate control,: The scientific evidence*, *Journal of financial economics*, 11, sid. 5-50, 1983.

Jonsson, Tor, *Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv*, Juridisk Tidskrift vid Stockholms universitet, 1996/97, sid.887-913.  
Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, *Förslag till reviderad Svensk kod för bolagsstyrning*, februari 2008.  
(<http://www.bolagsstyrning.se/files/docs/ForslagrevideradkodA.pdf>)  
Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, *Kodbarometer 2005-2006- Attitydmätningar om förtroende för koden och svensk bolagsstyrning*.  
(<http://www.bolagsstyrning.se/files/docs/Kodbarometern%202005-2006.pdf>)  
Kollegiet för Svensk Bolagsstyrning, *Pressmeddelande reviderad kod presenteras i februari*, 080107.  
(<http://www.bolagsstyrning.se/files/docs/pressmeddelande20080107.pdf>)  
Shleifer, Andrei, Vishny, Robert W., *A survey of corporate governance*, The journal of finance, Vol. 52. (Juni 1997), sid. 737-783.  
Walking, R. och Long, M. *Agency Theory, Managerial Welfare and Takeover Bid Resistance*, 15 Rand Journal of economics 1984.

### **Elektroniska källor**

[www.aktiemarknadsnamnden.se](http://www.aktiemarknadsnamnden.se) (Senast besökt 0805020 kl. 10:50).  
[www.bolagsstyrning.se](http://www.bolagsstyrning.se) (Senast besökt 080407 kl. 15.00).  
[www.ecgi.org](http://www.ecgi.org) (Senast besökt 080419 kl. 12.30).  
[www.oecd.org](http://www.oecd.org) (Senast beökt 080429 kl. 17.00).

### **Rättspraxis**

AMN 1992:6.  
AMN 2000:9.  
AMN 2005:47.  
AMN 2006:55.  
AMN 2007:10.