



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Linda Rantén

Fientliga erbjudanden om
aktieförvärv

Examensarbete
20 poäng

Torsten Sandström

Börsrätt

HT 2000

Innehåll

SAMMANFATTNING	1
FÖRKORTNINGAR	2
1 INLEDNING	3
1.1 Allmänt	3
1.2 Syfte och avgränsningar	3
1.3 Metod och material	4
1.4 Disposition	5
2 ALLMÄNT OM OFFENTLIGA ERBJUDANDEN OM AKTIEFÖRVÄRV	6
2.1 Vad är ett offentligt erbjudande?	6
2.1.1 Kategorier av offentliga erbjudanden	7
2.2 Reglering av offentliga erbjudanden	9
2.2.1 Associationsrättsliga regler	9
2.2.2 Börsrättsliga regler	11
2.2.2.1 Självreglering	12
2.3 Genomförandet av ett offentligt erbjudande	17
2.4 Sammanfattning	19
3 FIENTLIGA ERBJUDANDEN	20
3.1 Allmänt om fientliga erbjudanden	20
3.1.1 Är budgivaren bunden av sitt fientliga erbjudande?	21
3.1.2 Förekomsten av fientliga erbjudanden	23
3.2 Motiv bakom fientliga erbjudanden	25
3.2.1 Byta ut en ineffektiv företagsledning	26
3.2.2 Strukturella motiv	27
3.2.3 Maktrelaterade motiv	28
3.2.4 Finansiella motiv	30
3.2.5 Sammanfattning	31
3.3 Förvärvsmetoder	32
3.3.1 Förberedelser inför ett fientligt erbjudande	32
3.3.2 Totalt eller partiellt erbjudande	33
3.3.3 Successiva aktieförvärv	34
3.3.4 Vederlagets betydelse för förvärvet	36
3.3.4.1 Olika vederlagsformer	36

3.3.4.2	Val av vederlagsform	37
3.3.5	Sammanfattning	39
4	FÖRSVARÅTGÄRDER MOT FIENTLIGA ERBJUDANDEN	41
4.1	Allmänt om försvarsåtgärder	41
4.1.1	I vems intresse vidtas försvarsåtgärder?	42
4.2	Förebyggande försvar	45
4.2.1	Försvarsåtgärder genom bolagsordningen	45
4.2.1.1	Restriktioner vid val av styrelseledamöter	46
4.2.1.2	Rösträtts-, röstvärdes- och ägandebegränsningar	47
4.2.1.3	Bestämmelser om budplikt och tvångsinlösen	48
4.2.2	Försvarsåtgärder genom avtal m.m.	49
4.2.2.1	Korsvist ägande och stiftelser	50
4.2.2.2	Vederlag till avgående befattningshavare	51
4.2.3	Försvarsåtgärder genom emissioner	52
4.2.3.1	Förändrade emissionsvillkor vid viss händelse	52
4.2.3.2	Riktad nyemission till ett annat företag	54
4.2.4	Strukturella försvarsåtgärder	56
4.2.4.1	Konkurrensrättsligt skydd	57
4.2.4.2	Tillståndspliktig verksamhet	58
4.3	Försvar under pågående erbjudande	59
4.3.1	Försvarsåtgärder genom aktieförvärv	60
4.3.1.1	Förvärv av budgivarens aktier	60
4.3.1.2	Förvärv av egna aktier	61
4.3.2	Försvarsåtgärder genom avtal	64
4.3.2.1	Konsortialavtal och fullmaktsinsamling	64
4.3.2.2	Försäljning av målbolagets tillgångar	65
4.3.3	Kommersiella försvarsåtgärder	66
4.3.3.1	Offentliggörande av positiv information	66
4.3.3.2	Offentliggörande av negativ information	67
4.4	Sammanfattning	68
5	AVSLUTNING	72
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	75

Sammanfattning

Ett fientligt erbjudande innebär att ett företag, genom ett offentligt erbjudande om aktieförvärv, försöker överta kontrollen i ett annat företag. Att budet är fientligt följer av att målbolagets företagsledning inte välkomnar uppköpserbjudandet. Motiven bakom erbjudandet kan vara av skiftande slag. Den främsta drivkraften hos det erbjudande företaget är att det vill utöva makt över målbolaget. För att uppnå detta mål måste det fientliga budet genomföras och det finns då olika metoder att använda sig av. Valet av metod görs mot bakgrund av syftet med erbjudandet och beroende på omständigheter i det enskilda fallet.

Då företagsledningen inte samtycker till förvärvserbjudandet kan den försöka hindra förvärvets genomförande genom ett antal olika försvarsåtgärder. Detta måste göras inom ramen för vad normgivningen på området tillåter. Avsikten med försvarsåtgärder som vidtas under ett pågående erbjudande är antingen att blockera budet helt eller att tvinga budgivaren att rekonstruera budet. Vanligtvis utförs dock försvarsåtgärder på ett tidigare stadium i syfte att förhindra fientliga bud i framtiden. En del av åtgärderna tillkommer efter beslut av målbolagets aktieägare, medan andra vidtas efter beslut av företagsledningen. Den senare situationen begränsas dock av vissa bestämmelser, som aktualiseras om försvarsåtgärderna vidtas under pågående bud.

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (1975:1385)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
AvtL	Avtalslagen (1915:218)
BCP	Branded Consumer Products AB
DI	Dagens Industri
Ds	Departementsserien
EG	Europeiska gemenskapen
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
HD	Högsta domstolen
ICB	ICB Shipping
JT	Juridisk Tidskrift
KL	Konkurrenslagen (1993:20)
LGP	LGP Telecom
LHF	Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument
LSE	London Stock Exchange plc
LVR	Lagen (1991:981) om värdepappersrörelse
NBK	Näringslivets Börskommitté
NBK/OE	Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv
NJA	Nytt juridiskt arkiv
OM	OM Gruppen AB
Prop.	Proposition
SDS	Sydsvenska Dagbladet
SOU	Statens offentliga utredningar
TfR	Tidsskrift for Rettsvitenskap

1 Inledning

1.1 Allmänt

Ett utmärkande drag i det svenska näringslivets utveckling är att det ständigt pågår en strukturomvandling. Detta sker bl.a. i form av företagsförvärv, vilket har varit ett slående inslag i näringslivet sedan aktiebolaget blev den dominerande modellen för företagverksamhet. En tämligen ny form av företagsförvärv utgörs av förvärv till följd av ett fientligt erbjudande om aktieförvärv. Enligt min mening utgör de fientliga erbjudanden ett av de mest intressanta och spännande områdena inom börsrätten. Intressant därför att företagslivet är relativt ny på aktiemarknaden, och lagstiftningen på området är begränsad. Spännande därför att erbjudandet kan utvecklas till en långdragen och stegvis upptrappad kamp där alltmer raffinerade metoder tillgrips för att genomföra respektive förhindra ett övertagande. Det råder således en kamp mellan det erbjudande företaget och det bolag som är föremål för det fientliga erbjudandet, målbolaget, om kontrollen i det sistnämnda bolaget. Såväl motiven bakom ett fientligt erbjudande, som metoderna för att genomföra budet varierar i hög grad. Även åtgärderna som vidtas i försvarssyfte mot erbjudandet förekommer i en mängd olika skepnader.

Beroende på omständigheter som de nyss nämnda får fientliga erbjudanden ofta stor massmedial uppmärksamhet i Sverige. Detta har varit extra tydligt den senare tiden till följd av det fientliga budet OM Gruppen AB lade på London Stock Exchange plc i slutet av augusti 2000¹. Det var uppståndelsen kring detta bud som väckte mitt intresse för fientliga erbjudanden och som gav inspiration att fördjupa mig i ämnet.

1.2 Syfte och avgränsningar

Syftet med uppsatsen är att belysa några problem som företagsledningen² och ägarkretsen i målbolaget ställs inför vid ett fientligt erbjudande. Genom att beskriva och analysera de försvarsåtgärder som finns att tillgå mot ett fientligt bud, är min målsättning att se hur motsättningar mellan det erbjudande företaget och målbolaget tar sig uttryck. Diskussionen om vilka möjligheter som står till buds för att skydda sig mot ett övertagande, görs

¹ Hädanefter förkortade OM och LSE.

² I uppsatsen används begreppet företagsledning som samlade term för styrelse och verkställande direktör.

utifrån det handlingsutrymme som ges av normgivningen på området. Jag avser vidare att redogöra för de bakomliggande intressen som motiverar det erbjudande företaget att lägga ett fientligt bud. Motiven kan ha betydelse på vilket sätt som det fientliga budet fullföljs och därför är även metoderna för förvärvets genomförande föremål för diskussion. Slutligen avser jag att belysa uppsatsen med några praktiska exempel på fientliga erbjudanden.

Jag har valt att göra vissa avgränsningar i uppsatsen, dels för att fördjupa mitt arbete, dels av utrymmesskal. För att få ett något snävare ämnesområde beskriver jag fientliga erbjudanden uteslutande ur ett svenskt perspektiv. De angivna syftena appliceras huvudsakligen på situationer där såväl budgivaren som målbolaget är företag noterade på OM Stockholmsbörsen. För att illustrera min redogörelse är dock ett par av de praktiska fallen bud som involverar en utländsk juridisk person. Dessa beskrivs emellertid endast ur svensk synvinkel. I övrigt tar jag inte upp när fysiska personer eller andra juridiska personer, än svenska noterade företag, är inblandade i ett fientligt erbjudande. När det gäller målbolagets försvarsåtgärder är uppsatsen avgränsad mot att behandla aktiebolagsrättsliga spörsmål såsom aktieägares minoritetsskydd och företagsledningens syssломannaansvar. Diskuteras minoritetsregler eller ledningens kompetensområde är det endast i syfte att klargöra den övriga redogörelsen.

1.3 Metod och material

Metoden som använts är sedvanlig juridisk metod i den mening att jag har studerat bl.a. litteratur och offentligt tryck mot bakgrund av den aktuella normgivningen. Dessa källor har sedan legat till grund för en analys enligt uppsatsens angivna syften. I fjärde kapitlet görs analysen av försvarsåtgärderna även utifrån ett effektivitetsperspektiv och i viss mån ur aktieägarnas och företagsledningens synvinkel. Mina slutsatser och egna åsikter presenteras såväl fortlöpande i uppsatsen som i det avslutande kapitlet. Jag har efterhand också sammanfattat större avsnitt, för att understryka viktiga moment i uppsatsen. Dessa sammanfattningar är inte endast sammandrag av redogörelsen utan kan även innehålla egna synpunkter. För att illustrera redogörelsen tar jag ibland dessutom upp praktiska fall. För att däremot inte belasta framställningen med tyngande förklaringar av olika förhållanden, lämnar jag i fotnoterna vissa upplysningar som kan belysa den övriga texten.

Det material jag har använt mig av har varit blandat. Jag har tillämpat såväl litteratur och tidskriftsartiklar, som förarbeten och rekommendationer. Även vissa avtal, föreskrifter och uttalanden har varit till nytta. Eftersom fientliga

erbjudanden sällan förekommer på den svenska marknaden finns ingen rättspraxis att tillgå. Av samma orsak är svensk litteratur på området begränsad. Förutom viss utländsk doktrin har jag därför främst använt mig av rekommendationen som behandlar offentligt erbjudande om aktieförvärv, och SOU 1990:1 rörande företagsförvärv i svenskt näringsliv. Jag har också tagit stor hjälp av Jonssons artikel i Juridisk Tidskrift och Fällmans studie i bilaga två till SOU 1990:1, vilka båda handlar om försvarsåtgärder.

1.4 Disposition

Uppsatsen är indelad i fem kapitel. Syftet med kapitel två är att ge en bakgrund till den fortsatta redogörelsen om fientliga erbjudanden genom att översiktligt beskriva innebörden av offentliga erbjudanden. Jag redogör här även för de regler som påverkar förfarandet och utgör ramen för förvärvets genomförande. I det följande kapitlet behandlas motiven bakom fientliga bud samt de metoder som budgivaren kan använda sig av för att få till stånd ett övertagande. Försvarsåtgärderna mot ett fientligt erbjudande behandlas i kapitel fyra. Detta avsnitt är relativt omfattande och för att göra det mer överskådligt har jag delat upp försvarsåtgärderna i de som vidtas i förebyggande syfte och de som utförs under pågående bud. I samma kapitel redogörs även för i vems intresse som försvarsåtgärderna vidtas. Slutligen sammanfattas uppsatsen i kapitel fem där även några generella slutsatser dras.

2 Allmänt om offentliga erbjudanden om aktieförvärv

2.1 Vad är ett offentligt erbjudande?

I Sverige finns det tre sätt att förvärva aktier i ett aktiemarknadsbolag³. Dessa är 1) förvärv över börsen, 2) privata erbjudanden och 3) offentliga erbjudanden. Det förstnämnda sättet att förvärva aktier innebär att köparen lämnar en köporder till en mäklare som förvärvar aktier efterhand som dessa erbjuds till försäljning. Metoden karakteriseras av att köparen kan vara anonym och behöver varken avslöja sitt motiv till köpet eller hur stort aktieinnehav han önskar uppnå. Är avsikten att få ihop ett kontrollblock i ett bolag kan denna förvärvsmetod ta lång tid. Förvärv över börsen används därför vanligtvis som ett led i ett kontrollförvärv snarare än en metod att förvärva kontrollen.⁴

Privata erbjudanden innebär att budgivaren gör upp affären genom direkt kontakt med de säljande aktieägarna. Köpet kan hållas hemligt för utomstående. Förvärvsmetoden är emellertid inte lämplig vid förvärv från många aktieägare. I en sådan situation, där ett stort antal aktieägare omöjliggör förvärv genom direkta förhandlingar, är det mer lägligt att vidta den sistnämnda av de tre förvärvsmetoderna. Av ordets lydelse, offentligt erbjudande, förstår man att budet om att förvärva aktier inte hålls i det fördolda. Budgivaren annonserar att han på generellt angivna villkor är villig att förvärva ett visst antal aktier i ett aktiemarknadsbolag till ett visst pris. Det bolag till vars aktieägare uppköpserbjudandet riktas, kallas målbolag. Utöver att avslöja sin identitet måste budgivaren även röja avsikten med budet och dess finansiering. Ersättning för de överlåtna aktierna utgörs av aktier eller andra finansiella instrument i det budgivande företaget, kontanter eller en kombination av dessa betalningssätt. Det offentliga erbjudandet kan avse samtliga aktier i målbolaget eller endast en mindre del.⁵ I avsnitt 2.2 om reglering av offentliga erbjudanden, kommer framgå att någon lagstiftning inte finns som reglerar offentliga bud. Detta är orsaken till att det inte finns någon legaldefinition av begreppet.

³ Aktiemarknadsbolag är svenskt aktiebolag som utgivit aktier vilka är noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats. Se 2 § 3 p Insiderlag (1990:1342).

⁴ Afrell L, Klahr H, Samuelsson P: *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, Norstedts Juridik AB, Stockholm 1998, 2:a upplagan, s 231.

⁵ Afrell m.fl. s 231. Se vidare avsnitt 3.3.2 där skillnaden mellan totalt och partiellt erbjudande förklaras.

2.1.1 Kategorier av offentliga erbjudanden

Offentliga erbjudanden kan variera något beroende på vilka särdrag budet har. De olika kriterierna kan ligga till grund för en indelning i olika grupper av offentliga erbjudanden. En gruppering kan t.ex. göras utifrån graden av samarbete mellan företagsledningarna i det budgivande företaget och målbolaget. Enligt Weinberg & Blank kan då offentliga erbjudanden huvudsakligen förekomma i fyra olika former:⁶

- Förhandlande bud: I ett förhandlande bud är ledningen i målbolaget välvilligt inställd till uppköpserbjudandet och rekommenderar bolagets aktieägare att acceptera budet. Möjligen har ledningens representanter själva aktier i bolaget och ser uppköpet som en god affär även för egen del.
- Bud som inte motarbetas: Målbolagets företagsledning arbetar visserligen inte för att genomföra det offentliga erbjudandet, men motarbetar inte heller budet eller rekommenderar aktieägarna att avvisa det.
- Fientligt bud: Budet motarbetas av ledningen i målbolaget och eventuellt vissa aktieägare. Ledningen rekommenderar även övriga aktieägare att avböja erbjudandet. Möjligen vidtas försvarsåtgärder i syfte att stoppa budet helt eller förmå budgivaren att rekonstruera budet.
- Konkurrerande bud: En tredje part blandar sig i och lägger ett konkurrerande bud på målbolaget. Detta kan vara en självständig handling från en utomstående part, men budet kan även vara lagt på initiativ från målbolaget. Den sistnämnda situationen föranleds då av ledningens önskan om att hellre kontrolleras av den konkurrerande budgivaren, än av den ursprunglige.

Resulterar det offentliga budet i att aktierna i målbolaget förvärvas, kan ännu en indelning göras. Företagsförvärven kan då klassificeras med utgångspunkt i marknads- och produktionsmässiga samband mellan det budgivande företaget och målbolaget. Enligt de nämnda författarna kan då följande kategorier urskiljas:⁷

⁶ Blank M.V, Greystoke A.L, Weinberg M.A: *Weinberg and Blank on take-overs and mergers*, Sweet & Maxwell, London 1999, 5:e upplagan, s 1009.

⁷ Blank m.fl. s 1007-1008.

- Horisontella förvärv: Vid horisontella förvärv är målbolaget och det budgivande företaget verksamma på samma marknader med samma eller likartade produkter. Företagen befinner sig på samma nivå inom produktionen eller distributionen. Ett horisontellt förvärv innebär att antalet konkurrerande företag inom en viss industri minskar, vilket kan medföra oönskade effekter i konkurrenshänseende.
- Vertikala förvärv: Ett företagsförvärv på det vertikala planet innebär att företagen har ett produktmässigt samband, men är verksamma inom olika led i produktions- och distributionskedjan. Det kan t.ex. röra sig om ett större produktionsföretag som köper upp en underleverantör. Förvärvet tillförsäkrar produktionsföretaget tillgång till produkten.
- Konglomeratförvärv: Det budgivande företaget och målbolaget saknar såväl produktmässigt som marknadsmässigt samband. Företagen har varken ett horisontellt eller ett vertikalt förhållande, utan verkar inom helt olika branscher.

Ytterligare en kategorisering av offentliga erbjudanden kan göras. Här åsyftas s.k. management buyouts, vilket aktualiserar en rad särpräglade problem. Då jag inte kommer att behandla detta vidare i uppsatsen, gör jag endast en övergripande redovisning av fallet. Management buyouts gäller den speciella situationen då ledningen i ett företag, genom ett offentligt erbjudande, köper upp aktierna i det egna företaget. Inte sällan avregistreras därefter bolaget från börsen. Detta beror på att bolagets aktier koncentreras till ett fåtal ägare, vilket medför att kraven för börsnotering av aktierna inte längre uppfylls. Då förvärvet gäller stora belopp, tar ledningen hjälp av utomstående finansörer. Affären avslutas vanligtvis med att ledningen säljer ut aktierna i företaget och återintroducerar det på börsen, regelmässigt med stora förtjänster för ledningen.⁸

Även om det av pedagogiska skäl kan vara lämpligt att gruppera offentliga erbjudanden, är det däremot i praktiken vanligt att genomförandet av ett bud uppvisar flera av de nämnda karakteristika. Ett erbjudande kan t.ex. börja som ett fientligt bud och avslutas som ett förhandlat. Ibland är det inte möjligt att avgöra hur parterna förhåller sig till varandra förrän efter en viss tid har förflutit efter att de första initiativen har tagits.

⁸ Afrell m.fl. s 237-238.

2.2 Reglering av offentliga erbjudanden

Det finns ingen lagstiftning i Sverige som direkt behandlar offentliga erbjudanden. Detta beror bl.a. på att i svensk rätt är företagsförvärv en privaträttslig transaktion mellan å ena sidan målbolagets aktieägare och å andra sidan köparen.⁹ Särskilda civil- och associationsrättsliga bestämmelser med direkt reglering av denna typ av transaktioner förekommer således inte. Däremot finns det börsrättslig normgivning i form av rekommendationer, vilka uttryckligen reglerar offentliga erbjudanden. Varje anbud som aktieköparen riktar till varje enskild potentiell säljare kan även bedömas enligt avtalsrättsliga regler. Den avtalsrättsliga aspekten av ett offentligt erbjudande är dock inte särskilt intressant för denna uppsats och kommer därför inte att belysas i någon större utsträckning. Detsamma gäller de konkurrensrättsliga och arbetsrättsliga regler som under vissa förhållanden kan aktualiseras. Jag kommer dock kort att kommentera några av dessa bestämmelser längre fram i uppsatsen.¹⁰ Det finns däremot vissa bolagsrättsliga och börsrättsliga regler som det kan vara väsentligt att känna till för fortsatt förståelse av uppsatsen. I det följande redogör jag för dessa bestämmelser. I det associationsrättsliga avsnittet tar jag upp, förutom bolagsrätten, relevanta regler som utarbetats på det EG-rättsliga området. Därefter behandlar jag den börsrättsliga lagstiftning som kan tänkas bli aktuell i samband med ett offentligt erbjudande. I samband med detta avsnitt redogör jag även för den börsrättsliga självreglering som vuxit fram inom näringslivet. Längre fram i uppsatsen kommer kompletteringar av det associationsrättsliga och börsrättsliga regelverket att göras då vissa särskilda regler tas upp i samband med en mer ingående beskrivning av vad de reglerar.

2.2.1 Associationsrättsliga regler

Inom associationsrätten återfinns i aktiebolagslagen¹¹ regler med betydelse för hur ett företagsförvärv kan genomföras. Här åsyftas allmänna regler om majoritetskrav för bolagsstämmobeslut enligt 9 kap. 28-31 §§ ABL, och att aktier är fritt överlåtbara enligt 3 kap. 2 § ABL. Innebörden av dessa bestämmelser lämnar jag därhän då de inte är direkt specifika för offentliga erbjudanden. Bestämmelser som är mer tillämpliga på en sådan situation är de regler som är ämnade att skydda minoriteten samt regler om de rättigheter som efter förvärvet av målbolaget tillkommer förvärvaren. Den sistnämnda

⁹ Jonsson T: *Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv*, Juridisk Tidskrift (JT), 1996-97:4, s 887.

¹⁰ Se avsnitt 3.1.1 och 4.2.4.1.

¹¹ 1975:1385. Hädanefter förkortad ABL.

situationen behandlas i 14 kap. 31 § st. 1 ABL. Där stadgas om tvångsinlösen av återstående ägares aktier om förvärvaren kommer upp i ett innehav över 90 procent av samtliga aktier och deras röstetal. Sådan inlösen kan även påfordras av de berörda minoritetsägarna och ger därmed minoriteten ett visst skydd mot en eventuellt hänsynslös förvärvare.

ABL:s regler är också av betydelse för målbolagets möjligheter att genom s.k. försvarsåtgärder förebygga eller avvärja ett oönskat företagsförvärv. Det finns bl.a. regler om aktiebolagets förvaltning vilka begränsar företagsledningens agerande när dylika motåtgärder skall vidtas. Regler som anger ramen för ledningens kompetens är bl.a. 8 kap. 3 § ABL, 8 kap. 25 § ABL, likhetsprincipen i 3 kap. 1 § ABL och generalklausulen i 8 kap. 34 § ABL. Har styrelsen eller den verkställande direktören förfarit på ett felaktigt sätt kan reglerna om skadestånd i 15 kap. ABL bli aktuella.

Ytterligare bestämmelser i ABL som kan bli tillämpliga i samband med att målbolaget försöker försvara sig mot ett uppköpserbud är sjunde kapitlet om förvärv av egna aktier. För dessa regler redogörs mer ingående i avsnitt 4.3.1.2.

På det EG-rättsliga området finns ett omfattande regelverk som verkar för en bolagsrättslig harmonisering. Hittills har 11 bolagsrättsliga direktiv antagits, vilka behandlar allt från bolagens kapitalstruktur och fusioner, till redovisningens utformning och revisorernas kompetens.¹² Det finns även förslag till ytterligare tre direktiv. Av intresse för denna uppsats är endast förslaget till ett trettonde direktiv som är under behandling men ännu inte antaget. Detta är förslag till ett direktiv avseende övertagandebud.¹³ Förslaget lades fram 1989 och därefter har två ändrade förslag lagts fram, 1990 och det senaste 1997. Direktivet är ett minimidirektiv vilket innebär att det står medlemsstaterna fritt att utvidga direktivets tillämpning inom ett visst område eller att föreskriva strängare regler, t.ex. till skydd för minoriteten.¹⁴ I motsats till det svenska förhållandet finns i artikel 2 en legaldefinition av begreppet uppköpserbud. Definitionen skiljer sig inte direkt från den i Sverige allmänt vedertagna definitionen. I direktivet avses med uppköpserbudande:

¹² Abrahamsson O, Lundius A, Lundvall S, Pettersson P, Schött A: *EGs bolagsrätt i svensk översättning*, Allmänna förlaget, Stockholm 1991, s 11.

¹³ Ändrat förslag till Europaparlamentets och rådets trettonde direktiv 97/C 378/09 om bolagsrätt vad avser övertagandebud.

¹⁴ Schaumburg-Muller P, Werlauff E: *Unionsretlige selskabs- og børsregler*, Jurist- og Økonomforbundets Forlag, Danmark 1995, s 253.

Ett erbjudande som lämnas innehavarna av värdepapper i ett bolag att av innehavare förvärva alla eller en del av deras värdepapper mot betalning i pengar eller i utbyte mot andra värdepapper. Ett anbud kan antingen vara obligatoriskt, om en medlemsstat föreskriver det för att skydda minoritetsägare, eller frivilligt.

Direktivets syfte skall i korthet vara att skapa ett minimiskydd för ägare till aktier som blir föremål för ett offentligt erbjudande. Med utgångspunkt i att alla aktieägare i samma ställning skall behandlas lika, upptar direktivförslaget bestämmelser om bl.a. utformningen av uppköpserbjudanden, målbolagets agerande under budperioden samt erbjudandeplikt¹⁵ vid innehav av viss röstandel. Antas direktivet kommer detta utgöra den enda lagstiftningen i Sverige som tar direkt sikte på offentliga erbjudanden.

Avslutningsvis skall noteras att EG-kommissionen har tillkännagivit sin avsikt att i ett senare direktiv särskilt behandla regler om försvarsåtgärder mot företagsuppköp. Särskild uppmärksamhet skall då ägnas de åtgärder som vidtas av målbolagets ledning, utan föregående beslut av bolagsstämman. I skrivandets stund har något sådant förslag till direktiv ännu inte lagts fram.¹⁶

2.2.2 Börsrättsliga regler

Den börsrättsliga lagstiftningen är mager när det gäller offentliga erbjudanden. I vissa fall kan emellertid börsrättsliga regler blir tillämpliga på en del av uppköpserbjudandet, beroende på hur uppköpsförfarandet går till. Ibland läggs nämligen det offentliga erbjudandet fram efter att det budgivande företaget redan har förvärvat en aktiepost i bolaget. Ett sådant förvärv över börsen kan även vara ett direkt led i uppköpserbjudandet. I denna situation är de vanliga reglerna om handel med värdepapper tillämpliga. I lagen om handel med finansiella instrument¹⁷ finns bestämmelser om bl.a. flaggning som det förvärvande företaget måste följa. Flagningsreglerna innebär att förvärvaren under vissa förutsättningar skall anmäla sitt aktieköp i ett aktiemarknadsbolag till målbolaget och OM Stockholmsbörsen. Enligt 4 kap. 1 § LHF gäller detta om förvärvaren genom aktieköpet uppnår eller överstiger någon av gränserna 10, 20, 33 1/3, 50 och 66 2/3 procent av röstetalet för samtliga aktier i målbolaget.

¹⁵ Erbjudandeplikt/budplikt innebär att förvärvaren måste erbjuda sig att köpa samtliga aktier i målbolaget om en viss röstandel uppnås. Se vidare avsnitt 2.2.2.1.

¹⁶ SOU 1990:1 *Företagsförvärv i svenskt näringsliv*, Betänkande från ägarutredningen, s 139.

¹⁷ 1991:980. Hädanefter förkortad LHF.

Flaggningsreglerna innebär således att förvärvarens anonymitet röjs. Bestämmelserna syftar till att tillgodose aktiemarknadens behov av information om dels inflytandeförändringar i aktiemarknadsbolag, dels hur större placerares intresse för investeringar i dessa bolag utvecklas.

2.2.2.1 Självreglering

Till följd av avsaknad av börsrättslig lagstiftning när det gäller offentliga erbjudanden, har näringslivet i gengäld infört en omfattande självreglering. Behovet av föreskrifter finns bl.a. med hänsyn till aktieägarnas likabehandling, tillgång till information och med hänsyn till en väl fungerande aktiemarknad.¹⁸ För att uppnå dessa målsättningar tillkom därför en rekommendation som reglerade offentliga erbjudanden. Rekommendationen, som kom till genom det privaträttsliga organet Näringslivets Börskommitté¹⁹, utgör alltså det grundläggande regelverket i fråga om offentliga uppköpserbjudanden.

NBK är som namnet antyder näringslivets eget organ och utfärdar föreskrifter av börsetisk natur. Detta normerande organ har kompletterats av ett annat privaträttsligt organ med närmast tvistelösande karaktär, vilket benämns Aktiemarknadsnämnden²⁰. Arbetsfördelningen mellan organen emellan är att NBK ger generella rekommendationer och AMN bedömer konkreta fall. Av stor betydelse på det självreglerade området är dessutom det noteringsavtal som utfärdas av OM Stockholmsbörsen.

I det följande redogör jag i stora drag för NBK:s rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1999), fortsättningsvis förkortad till NBK/OE. Även den s.k. Flaggningsrekommendationen berörs. Därefter beskrivs AMN:s roll på det självreglerade området. Avslutningsvis redogörs för börsens noteringsavtal.

Rekommendationer från NBK

NBK:s rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv

Den första rekommendationen rörande offentliga förvärv kom 1971 och var utformad efter det engelska regelverket "The City Code on Takeovers and

¹⁸ Öster A: *Styrelsens ansvar vid fientliga företagsförvärv*, Juristförlaget, Stockholm 1992, s 65.

¹⁹ Hädanefter förkortad NBK.

²⁰ Hädanefter förkortad AMN.

Mergers”.²¹ Rekommendationen, som reviderades 1988 och 1999, benämns idag *Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv (1999)*. Det huvudsakliga syftet med rekommendationen, vilken även kallas takeover-rekommendationen, var och är fortfarande att tillförsäkra aktieägarna tillräcklig information för deras ställningstagande till ett förvärvserbjudande. Eftersom det vid offentliga erbjudanden inte föreligger någon förhandlingssituation mellan köparen och den som överväger att överlåta sina aktier, är behovet stort av att skydda den aktieägarallmänheten. Den som har fått ett offentligt erbjudande om att sälja sina aktier har att på basis av upplysningar i ett prospekt antingen acceptera eller förkasta budet. Det är därför väsentligt med ett fungerande informationsflöde vilket ökar skyddet för aktieägarnas investeringar.²²

NBK/OE består av fem delar, varav den första delen anger dess tillämpningsområde. Enligt I.1 st. 1 tillämpas rekommendationen då en svensk eller utländsk, juridisk eller fysisk person (köparen) offentligt erbjuder aktieägare i svenskt aktiemarknadsbolag (målbolaget) att på generellt angivna villkor överlåta sina aktier till köparen. Del II i rekommendationen behandlar erbjudandets utformning och genomförande. Detta går jag igenom nedan i avsnitt 2.3.

Rekommendationen är tillämplig såväl vid erbjudanden som syftar till samgåenden som vid partiella erbjudanden. Vissa bestämmelser avser endast sistnämnda slag av erbjudande. Exempel på sådana regler återfinns i rekommendationens tredje del som handlar om budplikt. För att följa den internationella utvecklingen infördes dessa bestämmelser 1999 och det är den viktigaste nyheten jämfört med 1988 års rekommendation.²³ Budplikten innebär enligt III.1 st. 1 att om det budgivande företaget genom sitt förvärv av aktier i målbolaget uppnår en andel som uppgår till eller överstiger 40 procent av det totala antalet röster i bolaget, skall ett offentligt erbjudande lämnas om att förvärva resterande aktier i målbolaget. Budplikten utlöses således vid ett partiellt offentligt erbjudande om den angivna gränsen uppnås. Syftet med bestämmelserna om budplikt är att erbjuda målbolagets övriga aktieägare en möjlighet att lämna bolaget efter ett kontrollägarskifte.²⁴ I enlighet med III.1 st. 4 föreligger självfallet inte budplikt om gränsen för 40 procent har uppnåtts till följd av ett offentligt

²¹ Till följd av ett antal kontroversiella företagsuppköp på den brittiska aktiemarknaden skapades 1968 The City Code on Takeovers and Mergers. Koden skulle förbättra ställningen för aktieägarna i målbolaget. Koden övervakas av det privaträttsliga organet The Panel on Takeovers and Mergers.

²² Inledningen till NBK/OE.

²³ Inledningen till NBK/OE.

²⁴ Skog R: *Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*, Nordisk tidsskrift for selskabsret, juli 1999:2, s 72.

erbjudande omfattande samtliga aktier. Ponera att budgivaren till följd av ett totalt bud har uppnått 60 procent av rösterna. Eftersom övriga aktieägare då redan har haft möjlighet att lämna bolaget så är inte förvärvaren tvungen att lägga ett bud på resterande del av aktierna.

Ett tillägg till rekommendationen kom 1991 och finns i del IV. Detta reglerar de fall då det offentliga erbjudandet har lämnats av någon ledande befattningshavare i målbolaget, s.k. management buyouts. Tillägget har främst tillkommit för att utjämna det stora informationsövertag som företagsledningen har. Obalansen i fråga om kunskap om bolaget mellan köparen och aktieägare i bolaget, kan leda till olikheter i fråga om möjligheten att bedöma värdet på aktierna.²⁵ Ett värderingsutlåtande skall enligt IV.3 därför lämnas av en oberoende expert.

Den femte och sista delen av NBK/OE behandlar utformningen av prospekt. Ett sådant skall nämligen upprättas i samband med det offentliga erbjudandet för att ge aktieägarna i målbolaget de upplysningar som behövs för en allsidig bedömning av budet.²⁶

NBK:s flaggningsrekommendation

NBK har även utfärdat en rekommendation rörande offentliggörande vid förvärv och överlåtelse av aktier m.m, den s.k. *flaggningsrekommendationen*. Den senaste versionen kom ut 1994 och är den fjärde sedan rekommendationens tillkomst 1983. I redogörelsen ovan om börsrättsliga regler redogjordes för innebörden av flaggning. Med detta menas att den som förvärvat aktier i ett aktiemarknadsbolag under vissa förutsättningar måste offentliggöra sitt förvärv. Rekommendationen bygger på lagbestämmelserna i 4 kap. LHF och utgör ett tillägg till dessa. Det föreligger emellertid grundläggande skillnader mellan lagbestämmelserna och rekommendationen bl.a. vad avser tillämpningsområde och tidpunkt för anmälan. På grund av skillnaderna i de båda regelverken har NBK funnit det lämpligt att flaggningsrekommendationen skall gälla vid sidan av eller skild från lagen. LHF och rekommendationen tillämpas således separat.²⁷

Rekommendationen är strängare i sina bestämmelser än lagen. Den väsentligaste skillnaden är att aktieköpet skall offentliggöras vid passerande av ett större antal procentgränser i rekommendationen. Den första nivån för uppflaggning är dessutom lägre än i LHF. Enligt punkt II.1 a i rekommendationen börjar skyldigheten att offentliggöra sitt aktieförvärv

²⁵ Kommentaren till IV.1 NBK/OE.

²⁶ Kommentaren till V.1 NBK/OE.

²⁷ Inledningen till Flaggningsrekommendationen.

redan när fem procent av det totala antalet aktier eller röster i bolaget uppnås. Därefter gäller det alla förvärv som innebär att innehavet uppnår eller överskrider varje procenttal jämnt delbart med fem, till och med 90 procent. Även detta är en väsentlig skillnad mot lagens regler där offentliggörande endast sker vid förändringar av röstetalet och inte förändringar i andelen av aktiekapitalet. Enligt punkt II.3 a finns undantag från skyldigheten att flagga upp sitt aktieinnehav för den som förvärvat aktier enligt ett offentligt erbjudande. För förvärv som har skett utanför det offentliga erbjudandet, t.ex. i förhand över börsen som en förberedelse inför ett offentligt bud, kvarstår flaggningskyldigheten.²⁸

Utlåtanden från AMN

NBK utarbetar rekommendationer av generell karaktär. För att komplettera NBK med ett organ som kan uttala sig i enskilda fall tillsattes 1986 en nämnd för aktiemarknadsfrågor, AMN. AMN, vars förebild i stor utsträckning är The Panel on Takeovers and Mergers i England, fyller en viktig funktion på det självreglerade området.²⁹ Nämndens uppgift är att genom rådgivning, information samt uttalanden främja god sed på den svenska aktiemarknaden. Under nämndens prövning kan ställas olika frågor som rör aktier i aktiemarknadsbolag. Genom att t.ex. tolka och tillämpa de rekommendationer som utfärdas av NBK, utvecklas en praxis till stöd för marknadens aktörer och till skydd för aktieägarna.³⁰

Ungefär en tredjedel av AMN:s uttalanden sedan starten 1986 har rört offentliga erbjudanden. Enligt 1.2 NBK/OE kan AMN ge auktoritativa och slutgiltiga besked om hur rekommendationens bestämmelser skall tillämpas. Vidare kan nämnden medge undantag när det anses påkallat. Dessa utlåtanden har varit normerande för hur offentliga erbjudanden skall gå till för att vara förenliga med god sed på aktiemarknaden.³¹ Till följd av att nämnden är ett rent privaträttsligt subjekt kan den emellertid inte tillgripa några formella sanktioner mot de aktörer som ett uttalande riktar sig till.³² Detta framkom i AMN:s uttalande 1992:2 där nämnden framhöll att det inte ankom på nämnden att anmoda eller, ännu mindre, förplikta aktörer på aktiemarknaden att vidtaga vissa åtgärder med anledning av att god sed har åsidosatts. Nämnden kan emellertid uttala sig om att god sed påkallar att en viss åtgärd vidtas.

²⁸ Kommentaren till punkt II Flaggningsrekommendationen.

²⁹ SOU 1990:1 s 126-127.

³⁰ Kristiansson B: *Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år*, Juristförlaget, Stockholm 1996, s 23, 27.

³¹ Afrell m.fl. s 235.

³² Kristiansson s 23.

OM Stockholmsbörsens noteringsavtal

OM Stockholmsbörsen har utfärdat föreskrifter i form av ett noteringsavtal från 1999 för de företag som har aktier noterade på börsen. Detta har bl.a. gjorts med stöd av lagen om börs- och clearingverksamhet³³, som uppställer krav på att börsnoterade företag skall lämna information av god kvalitet till marknaden.³⁴ Kravet på information tillgodoses genom att noteringsavtalet innehåller dels en bilaga om vilken information som skall offentliggöras, dels en bilaga som stadgar att vissa rekommendationer skall iakttas av de börsnoterade företagen. När det gäller offentliga erbjudanden föreskriver punkt 28 i bilaga 1 att informationskyldighet gentemot börsen inträder för det budgivande företaget redan när förberedande åtgärder inför budet vidtas. När företaget väl beslutat att framlägga det offentliga erbjudandet föreskriver noteringsavtalet att NBK/OE skall iakttas. NBK/OE uppräknas nämligen i bilaga 2 som en av de rekommendationer som är knutna till noteringsavtalet.³⁵ Detta innebär att i samband med att noteringsavtalet undertecknas av ett företag, blir detta skyldigt att följa såväl avtalets som rekommendationens bestämmelser.³⁶

NBK/OE blir således verkningsfullt för börsnoterade bolag genom noteringsavtalet som ingås mellan OM Stockholmsbörsen och de börsnoterade företagen. Ifall de noterade bolagen inte följer rekommendationen, utgör detta ett brott mot noteringsavtalet. Sanktionerna som då kan göras gällande är enligt punkt 5 i avtalet varning, vite eller avregistrering av företagets aktier.

Frågan om ett aktiemarknadsbolags skyldighet att efterleva NBK/OE prövades av HD i det s.k. Företagsfinansmålet.³⁷ Visserligen bedömdes frågan då den äldre versionen av både NBK/OE och börsens noteringsavtal (dåvarande inregistreringskontrakt) var i kraft, men detta har ingen betydelse för utgången av tvistemålet. Tvisten grundade sig i att Stockholms Fondbörs (numera OM Stockholmsbörsen) ålagt ett konsortium bestående av fem börsbolag att erlægga vite för att de brutit mot inregistreringskontraktet. Bakgrunden var att konsortiet hade lagt ett offentligt erbjudande på AB Företagsfinans för att konkurrera ut ett annat uppköpserbjudande från Beijerinvest AB vilket ansågs vara fientligt. Så som konsortiets erbjudande var utformat omfattades alla aktieägare av budet utom Beijerinvest, som var

³³ 1992:453. Hädanefter förkortad LBC.

³⁴ Norberg C: *Börsens inregistreringskontrakt – en speciell form av avtal*, Handelsrättslig skriftserie nr 13, 1999, s 191.

³⁵ Även Flagningsrekommendationen är knuten till noteringsavtalet.

³⁶ SOU 1990:1 s 124-125.

³⁷ NJA 1985 s 343.

aktieägare redan innan sitt fientliga bud. Genom att inte behandla alla aktieägare lika fann börsen att konsortiet brutit mot likabehandlingsregeln i NBK:s rekommendation och därmed även mot inregistreringskontraktet. Frågan om börsen hade rätt att utmäta vite erkändes av samtliga tre instanser.

2.3 Genomförandet av ett offentligt erbjudande

Ett offentligt erbjudande om aktieförvärv spänner över en viss tidsperiod under vilken ett antal olika åtgärder skall vidtas. Vanligtvis tar uppköpet lång tid att genomföra. Detta beror på att det är en omfattande affär som involverar mycket stora belopp. Uppköpsförfarandet tar i regel ett par månader i anspråk, men denna tidsperiod kan variera bl.a. beroende på hur lång acceptfrist som löper. NBK/OE betonar emellertid vikten av att förfarandet sker skyndsamt. En långdragen process kan inte bara leda till att verksamheten i målbolaget försvåras utan också till att handeln i målbolagets aktier påverkas negativt. Vid ökad tidsutdräkt försvåras marknadens värdering av de berörda aktierna då det blir osäkert huruvida erbjudandet kommer att fullföljas. Detta gör att spekulationerna tar fart. Angelägenheten av en skyndsamt hantering beror även på vikten av att de aktieägare som accepterat erbjudandet inte onödigt länge blir likviditetsmässigt låsta.³⁸

I regel sker fullföljandet av ett offentligt erbjudande i flera olika steg. I det följande skall de olika faserna i ett genomförande beskrivas översiktligt. Redogörelsen utgör endast några huvudpunkter och jag vill understryka att listan på åtgärder inte i någon mening är komplett och att ordningsföljden inte är den enda tänkbara.³⁹

- All relevant information om målbolaget samlas in. På basis av denna information fattar köparen beslut om att lämna ett offentligt erbjudande eller att avstå.
- Strategi för det kommande erbjudandet väljs på grundval av undersökningar av aktieägarregistret. Beroende på hur ägarstrukturen ser ut i målbolaget läggs privata bud antingen till de små aktieägarna eller till de stora institutionella placerarna. Större aktieägars medverkan kan underlätta genomförandet av uppköpserbjudandet.

³⁸ Inledningen till NBK/OE.

³⁹ Redogörelsen bygger på Afrell m.fl. s 240-246.

- Det budgivande företaget förvärvar aktier över börsen innan det offentliga budet läggs fram. För att inte förvärvet skall komma till allmän kännedom förvärvas endast en mindre aktiepost så att inte flaggningsreglerna aktualiseras. För tidig publicitet kring ett planerat övertagande driver inte sällan upp aktiekurserna vilket inte är till fördel för det uppköpande företaget.⁴⁰
- Det är rimligt att ledningen i målbolaget kontaktas på ett tidigt stadium och informeras om det planerade erbjudandet. Ledningen har då tid att välja om den skall samarbeta eller motarbeta det förestående budet. När förhandlingar väl har upptagits med målbolagets ledning finns vissa begränsningar rörande företagsledningens rätt att motarbeta budet. För detta redogörs mer ingående i kapitel fyra.
- När det uppköpande företaget fattat beslut om att lämna ett offentligt erbjudande offentliggörs detta genom ett pressmeddelande. Eftersom kurserna i framför allt målbolaget normalt påverkas efter ett offentliggörande, är det viktigt att information lämnas i sådan utsträckning att underlag för kursbildningen erhålls. I II.2 NBK/OE anges det innehåll ett pressmeddelande skall ha.
- Köparen skall därefter utarbeta och distribuera ett prospekt i enlighet med del V i rekommendationen. Prospektet skall innehålla de upplysningar som behövs för att aktieägarna skall kunna göra en allsidig bedömning av erbjudandet. De stränga informationskraven på budgivaren ger målbolagets ledning rådrum att vidta försvarsåtgärder mot ett ovälkommet erbjudande.
- Acceptfristen börjar löpa när prospektet offentliggjorts och det är under denna period som eventuell accept avges.⁴¹
- Accepteras erbjudandet av tillräckligt många aktieägare i målbolaget, fullföljs budet genom att likvid erläggs.

Avslutningsvis kan nämnas att förekomsten av offentliga uppköps-erbjudanden är relativt vanlig på den svenska aktiemarknaden. Under de två senaste decennierna har antalet offentliga bud i genomsnitt varit 18 per år. Under 1980-talet genomfördes omkring 140 företagsförvärv och under det följande decenniet runt 180. Jämfört med att knappt 40 företagsförvärv

⁴⁰ Exempelvis steg LSE-aktien 9,5 procent dagarna efter uppgiften om OM:s bud.

⁴¹ Generellt utgörs offentliga erbjudanden av ensidigt upprättade standardavtal, vilket innebär att den enskilde anbudstagaren inte kan påverka avtalet utan enbart acceptera eller förkasta budet. Se Jonsson s 894.

genomfördes på 1970-talet, är det lätt att konstatera att det har skett en markant ökning av offentliga erbjudanden.⁴²

2.4 Sammanfattning

Ett offentligt erbjudande innebär kortfattat att någon på generella villkor offentligt erbjuder sig att förvärva aktier i ett aktiemarknadsbolag. De offentliga buden kan beroende på sin karakteristika indelas i olika kategorier. De kan indelas utifrån graden av samarbete mellan ledningarna i det budgivande företaget och målbolaget, och utifrån företagets marknads- och produktionsmässiga samband. Även management buyouts är en särskild grupp av offentliga erbjudanden.

I svensk lagstiftning saknas uttryckliga civil- och associationsrättsliga regler om offentliga erbjudanden. Även på det börsrättsliga området lyser lagstiftningen med sin frånvaro. Avsaknaden av lagstiftning har medfört en omfattande självreglering från näringslivets sida. Genom NBK har en rekommendation sammanställts rörande offentliga erbjudanden, NBK/OE. Denna har främst tillkommit för att öka investerarskyddet, och de behov rekommendationen avser att fylla är huvudsakligen betingade av kravet på likabehandling av aktieägarna och behovet av information för att dessa på ett tillfredsställande sätt skall kunna ta ställning till det offentliga erbjudandet. Rekommendationen är bindande för börsbolagen då den ingår i OM Stockholmsbörsens noteringsavtal.

Ett annat privaträttsligt organ med stor betydelse för börsetiska frågor är AMN. Nämnden kan uttala sig om hur offentliga erbjudanden genomförs i det enskilda fallet och fyller därmed ut den självreglering som finns. Genom sin policyskapande verksamhet kan nämnden utöva ett betydande inflytande över vilka former av övertaganden som anses förenliga med god sed på aktiemarknaden.

När det gäller utformningen och genomförandet av det offentliga erbjudandet behandlas det i del II i NBK/OE. Under hela förfarandet gäller att tillgången till information är avgörande för hur budet genomförs. All relevant information om målbolaget samlas kontinuerligt in och bearbetas. Dessa uppgifter blir i regel avgörande för hur erbjudandet skall genomföras och till vilket pris. Vidare är det på basis av informationen i pressmeddelandet och prospektet som aktieägarna i målbolaget beslutar sig för att godta eller förkasta budet.

⁴² SOU 1990:1 s 27-30. Skog, Nordisk tidsskift, s 66.

3 Fientliga erbjudanden

3.1 Allmänt om fientliga erbjudanden

Det finns ingen svensk legaldefinition av begreppet fientligt erbjudande. I likhet med begreppet offentligt erbjudande beror detta på avsaknad av lagstiftning på området. Enligt den i Sverige allmänt vedertagna definitionen av fientligt erbjudande, är det ett offentligt erbjudande som avvisas av målbolagets företagsledning, och att denna rekommenderar aktieägarna att inta samma ståndpunkt mot budet. Termen fientligt har alltså egentligen inte sin grund i budgivarens erbjudande till målbolagets aktieägare, utan betingas av den inställning företagsledningen intar till budet. Denna inställning kan vara influerad av faktorer som inte nödvändigtvis hänger samman med en objektiv bedömning av budet och budgivaren.⁴³

Den korrekta engelska översättningen av fientligt erbjudande är "hostile take-over" eller "unfriendly take-over". I amerikansk och engelsk litteratur talas det dock ofta om "take-overs" som betydelse för fientligt erbjudande. Själva metoden att förvärva målbolaget, dvs. budet, benämns då "take-over bid".⁴⁴

Ett fientligt erbjudande är alltså ett offentligt erbjudande, förutom vad avser ledningens inställning till budet. Detta medför att samma reglering gäller för såväl offentliga som fientliga erbjudanden. Det finns emellertid vissa bestämmelser som endast tar sikte på fientliga förvärv. I avsnitt 2.2.1 om associationsrättsliga regler nämndes bl.a. regler som begränsar företagsledningens agerande när motåtgärder skall vidtas. Liknande bestämmelse finns i det EG-rättsliga förslaget till ett trettonde bolagsdirektiv. Störst betydelse har dock II.13 NBK/OE vilken förhindrar vissa försvarsåtgärder vidtagna av målbolagets ledning. För innebörden av denna bestämmelse, liksom de övriga reglerna med direkt betydelse för fientliga bud, redogörs i kapitel fyra.

När det gäller företagsledningens inställning till budet finns det ingen lagregel som tvingar ledningen i målbolaget att kommentera uppköpserbjudandet offentligt. Däremot finns en ny bestämmelse i NBK/OE från 1999 som reglerar detta förhållande. Enligt II.12 skall styrelsen inom skälig tid före acceptfristens utgång offentliggöra sin uppfattning om

⁴³ SOU 1990:1 s 98. Se vidare kapitel fyra vad avser företagsledningens inställning.

⁴⁴ Blank m.fl. s 1005-1006. Cooke T.E: *Mergers and Acquisitions*, Basil Blackwell, Oxford 1986, s 231.

erbjudandet. Även en motivering som anger grunden för dess inställning skall tillkännages. Finner styrelsen att den inte kan tillstyrka erbjudandet, skall den redovisa bakgrunden härtill. Styrelsen inställning är många gånger av stort intresse för aktieägarna, när de skall ta ställning till budet. Då styrelsen ofta är insatt i den rådande budsituationen, är det av stort värde att dess syn på erbjudandet kommer till aktieägarnas kännedom. Anser sig styrelsen inte kunna redovisa ett klar inställning till budet skall den åtminstone ange bakgrunden till varför den inte kan ge ett bestämt besked.⁴⁵

Företagsledningens inställning kan ändras allt eftersom det fientliga budet förhandlas. Detta medför att gränsen mellan fientliga och icke fientliga erbjudanden är något diffus. Ett erbjudande som från början definierats som fientligt övergår inte sällan till ett icke fientligt sådant om t.ex. det erbjudna vederlaget höjs. Detta var fallet i det fientliga erbjudande som Nordstjernen lade på ABV år 1988. Till följd av att ett konkurrerande bud lades på ABV, till ett högre pris än vad Nordstjernen erbjöd i ersättning, höjde Nordstjernen sitt vederlag betydligt. Ledningen i ABV fann då att priset låg på en sådan nivå att den inte längre kunde avråda sina aktieägare från att acceptera budet. Detta resulterade i att förvärvet genomfördes.⁴⁶

3.1.1 Är budgivaren bunden av sitt fientliga erbjudande?

En intressant fråga i samband med ett fientligt erbjudande är om det budgivande företaget är bundet av sitt erbjudande eller om detta kan återkallas. Möjligen kan man säga att detta inte spelar någon roll just när det gäller fientliga erbjudanden. Målbolaget borde då istället bli lättad av att budet dras tillbaka, då det helst av allt inte vill ha ett uppköpserbjudande hängande över sig. Med tanke på att en stor del av de fientliga erbjudandena övergår till att bli icke fientliga, kan det ändå vara intressant att behandla problematiken något. Många av målbolagets aktieägare, dock inte en majoritet eftersom budet klassificeras som fientligt, är kanske positiva till budet och anser sig under förhandlingens gång kunna övertyga övriga aktieägare om att uppköpet är till deras fördel. Detta kan vara fallet om målbolagets motvilja att anta budet främst grundar sig på företagsledningens egenintressen. En förutsättning för att minoriteten skall kunna lyckas med sin övertalning i sådan mån att en majoritet godtar budet, är naturligtvis att budet kvarstår. Det kan därför vara intressant att se om, och i så fall under vilka förutsättningar, budbolaget kan dra tillbaka sitt uppköpserbjudande.

⁴⁵ Kommentaren till II.2 NBK/OE.

⁴⁶ SOU 1990:1 s 99.

I avsnitt 2.3 har de olika stegen i samband med ett uppköpserbjudande beskrivits. Det nämndes då att förfarandet offentliggörs genom ett pressmeddelande och att ett prospekt därefter skall presenteras. Innebär offentliggörandet av pressmeddelandet att budgivaren därefter inte kan dra tillbaka sitt bud? När det gäller möjligheten att avbryta ett påbörjat uppköpserbjudande ger varken AMN:s praxis eller NBK/OE några klara direktiv. Frågan regleras dock i viss mån i II.1 st. 3 i rekommendationen. Bestämmelsen stadgar att det inte föreligger någon skyldighet för budgivaren att, sedan pressmeddelandet gått ut, fortsätta genomförandet av sitt bud om målbolaget har vidtagit åtgärder ägnade att äventyra erbjudandets avgivande eller vidhållande. Det spelar ingen roll om de s.k. försvarsåtgärderna vidtagits med eller utan bolagsstämmans godkännande.⁴⁷ Erbjudandet kan även dras tillbaka om någon annan lämnar ett för aktieägarna mer förmånligt erbjudande. Detsamma gäller om budgivaren har ställt upp villkor för erbjudandet och det står klart att något av dessa inte uppfylls eller kan uppfyllas. Andra skäl för återtagande än de som anges i rekommendationen är inte tillåtna.⁴⁸

Möjligen kan det ovan anförda modifieras något om ett annat regelverk tillämpas, såsom avtalsrätten. Svensk avtalsrätt bygger på principen att anbudsgivaren är bunden av sitt anbud under den s.k. acceptfristen.⁴⁹ Detta torde gälla även på ifrågavarande område. Ett fientligt erbjudande riktat till aktieägarna i ett visst bolag är i juridisk mening ett anbud om slutande av avtal, vilket är bindande för budgivaren.⁵⁰ Enligt II.3 NBK/OE börjar acceptfristen löpa när prospektet offentliggjorts. Av detta borde då slutsatsen kunna dras att möjligheten för budgivaren att avbryta uppköpsförfarandet står öppen till dess prospektet presenterats. Därefter kan budgivaren normalt inte retirera.⁵¹ Enligt detta resonemang är inte pressmeddelandets offentliggörande den avgörande faktorn för när budet kan återkallas. I stället är budgivaren bunden av sitt bud från tidpunkten när prospektet läggs fram.

Frågan är om det är pressmeddelandet eller prospektet som bestämmer tidpunkten för när budgivaren blir bunden av det fientliga erbjudandet.

⁴⁷ Se vidare kapitel fyra om försvarsåtgärder.

⁴⁸ Kommentaren till II.1 NBK/OE. Så gott som samtliga uppköpserbjudanden är villkorade, dvs. budet gäller endast under förutsättning att vissa villkor uppnås, t.ex. att aktie- och röstinnehavet når en viss procentsats. Vanligtvis ligger procentsatsen på 90 procent så att de resterande aktierna kan tvångsinlösas. Ett sådant villkor innehöll OM:s bud på LSE. AMN har nyligen uttalat sig i 2000:20 om möjligheten att återta ett bud i samband med uppfyllda villkor. Fallet gällde det omtalade uppköpserbjudande som Perstorp Intressenter AB lade på Perstorp AB, och som sedan drogs tillbaka.

⁴⁹ 1 § Avtalslagen (1915:218). Hädanefter förkortad AvtL.

⁵⁰ Kommentaren till II.4 NBK/OE.

⁵¹ Skog, Nordisk tidsskrift, s 67.

Möjligen kan AMN:s uttalande 1994:4 ge viss vägledning. Fallet gällde AB Volvo som lade ett offentligt erbjudande på Branded Consumer Products AB, BCP, om att förvärva aktierna i BCP. Vederlaget skulle utgöras av aktier i Volvo. Budet offentliggjordes genom ett pressmeddelande, men något prospekt presenterades inte. Till följd av stigande aktiekurs på Volvos aktier hade budets värde ökat med drygt 40 procent. Volvo ville därför ändra erbjudandet på så sätt att BCP:s ägare erbjöds ett lägre vederlag än som angivits i pressmeddelandet. AMN ansåg att syftet med kravet på att utfärda ett pressmeddelande allvarligt skulle undergrävas om försämringar mot BCP kunde genomföras. Detta skulle även stå i dålig överensstämmelse med förhållandena på utländska aktiemarknader. AMN anförde vidare att NBK/OE har hämtat sina grunddrag från Londons City Code on Takeovers and Mergers vilken innehåller en bestämmelse om att en budgivare som tillkännagivit en ”firm intention” att framlägga ett offentligt uppköpserbjudande, inte annat än med samtycke av The Panel on Takeovers and Mergers får avbryta förfarandet. Med beaktande av vad som nu sagts ansåg AMN att god sed på aktiemarknaden påkallade att det ursprungliga vederlaget låg fast.

Mot bakgrund av det anförda uttalandet synes AMN inte ta hänsyn till avtalsrättsliga principer i sin tolkning av NBK/OE. Istället tillmäter den tidpunkten för pressmeddelandet avgörande betydelse för när budet anses bindande. Visserligen är inte uttalandet i AMN 1994:4 direkt jämförbart med frågan om budgivaren kan dra tillbaka sitt erbjudande, men är det otillåtet att ändra budet till aktieägarnas nackdel torde det enligt min mening inte heller vara tillåtet att dra tillbaka budet helt. Hade frågan kommit under behandling, hade AMN troligtvis ansett att erbjudandet är bindande, på de villkor som offentliggjorts, sedan pressmeddelandet presenterats.

3.1.2 Förekomsten av fientliga erbjudanden

På den svenska marknaden för företagsförvärv har antalet fientliga erbjudanden varit lågt. Av dessa bud är antalet genomförda fientliga förvärv ännu färre. Detta beror bl.a. på att fientliga erbjudanden, såsom framkom i avsnitt 3.1, ofta övergår i ”vänliga” sådana genom att de till slut accepteras av målbolagets ledning. Den huvudsakliga orsaken till att fientliga företagsförvärv sällan förekommer är emellertid det svenska näringslivets struktur med koncentrerat ägande. Med koncentrerat ägande åsyftar jag att ett fåtal ägare innehar röstmajoritet i företaget. Motsätter sig en kontrollägare uppköpserbjudandet är det mycket svårt att driva igenom

budet. En annan anledning till det låga antalet fientliga företagsförvärv kan vara att det råder stark lojalitet mellan företag på marknaden.⁵²

Det första fientliga erbjudandet på den svenska aktiemarknaden ägde rum 1979. Fallet gällde det i avsnitt 2.2.2.1 omtalade erbjudandet som Beijerinvest AB lade om att köpa samtliga aktier i investmentbolaget AB Företagsfinans. Budet från Beijerinvest lades fram utan föregående förhandlingar med Företagsfinans och mötte ett kraftigt motstånd från målbolaget, vars kontroll låg hos ett konsortium bestående av fem olika företag. Konsortiet beslutade att avvisa Beijerinvests erbjudande och lade istället ett motbud på Företagsfinans. Detta agerande medförde att affären gick i stöpet.⁵³

Under det följande decenniet utgjordes knappt en tiondel av de offentliga erbjudanden som lades fram på aktiemarknaden, av fientliga bud. Av de totalt 14 fientliga buden som presenterades, resulterade endast fyra av dem i förvärv, däribland Nordstjernans förvärv av ABV 1988. Det första fientliga företagsförvärvet genomfördes dock 1985. Volvo lade då ett fientligt bud på Cardo och affären lyckades. Under 1980-talet har det därutöver endast förekommit två lyckade fientliga uppköp. Det var Gotas förvärv av Wermlandsbanken 1987 och Esseltes köp av Enström 1988. Vid resterande del av de fientliga buden vidtogs så pass effektiva försvarsåtgärder att uppköpserbjudandet strandade.⁵⁴

Även om fientliga erbjudanden är relativt sällsynta har antalet ökat något under 1990-talet. Orsaken kan bl.a. vara att det s.k. utlänningsförbehållet avskaffades 1992. Detta reglerade utländskt ägande i svenska företag på så vis att det fanns begränsningar i rätten för utländska rättssubjekt att förvärva aktier i svenska aktiebolag.⁵⁵ I samband med att detta upphävdes kunde även internationella investerare få tillgång till den svenska marknaden när det gällde företagsförvärv. Ett exempel på ett sådant förvärv är det norska rederiet Frontlines uppköp av den svenska konkurrenten ICB Shipping. Det fientliga budet lades 1997 och genomfördes efter intensiva strider två år senare. Andra fientliga företagsförvärv som genomfördes på 1990-talet är bl.a. Assidomäns uppköp av Hasselfors 1995 och Sandviks förvärv av industribolaget Kanthal 1997. Exempel på fientliga erbjudanden som inte lyckades är Esseltes bud på Bröderna Lindholm 1990 och Trygg-Hansas bud på Wasa Sak som lades 1996. Det senaste fallet utgörs av LGP Telecoms

⁵² Muntlig information av Nils Liljedahl, statistikavdelningen på OM Gruppen AB, 2000-10-13. Jonsson s 911.

⁵³ Öster s 63. Se även NJA 1985 s 343.

⁵⁴ SOU 1990:1 s 38.

⁵⁵ Lag (1982:617) om utländska förvärv av svenska företag.

bud på antenntillverkningsbolaget Allgon som gick i stöpet så sent som i oktober 2000.⁵⁶

Enligt min mening kommer fientliga bud att bli något mer vanligt i framtiden. Ökningen kommer då främst att utgöras av utländska uppköp. Detta beror dels på att utländska investerare ofta besitter större finansiella resurser än svenska investerare, dels på att näringslivet och aktiemarknaden i allmänhet blir allt mer internationell.

3.2 Motiv bakom fientliga erbjudanden

Orsakerna till att ett företag önskar förvärva samtliga eller en viss del av aktierna i ett annat bolag är av högst skiftande natur. Ett övergripande motiv till fientliga erbjudanden är naturligtvis att det köpande bolaget vill tillskansa sig kontrollen över ett annat bolag för att på så vis kunna utöva inflytande över det. Förvärvaren förutsätter självfallet, utifrån de förhoppningar förvärvet ingicks, att förvärvet skall medföra vissa fördelar för det egna bolaget. Dessa fördelar kan t.ex. vara ökad effektivitet i verksamheten, högre status hos företagsledningen eller att eliminera en konkurrent.

I föreliggande avsnitt redogörs för de fientliga företagsförvärens drivkrafter. Motiven har delats in i tre grupper utifrån de särdrag de uppvisar: strukturella, maktrelaterade och finansiella motiv. Inledningsvis redogör jag dock för ytterligare ett motiv som jag anser inte tillhöra något av de övriga motiven. Det är förvärvarens strävan efter att byta ut ledningen i målbolaget.

Redogörelsen nedan gör inte anspråk på att vara en uttömmande uppräkningslista av de bakomliggande drivkrafterna till fientliga erbjudanden. Då inget förvärv är det andra likt, kan det finnas även andra motiv eller variationer av dem. De olika motiven kan vara ensamt bakomliggande ett förvärv, men det är inte ovanligt att det budgivande företaget har flera av dem i åtanke när idén om uppköpserbjudande utvecklas.

⁵⁶ Dagens Industri (DI) 1999-10-19 *Fredriksen flyttar ICB från Stockholm*. DI 1995-10-25 *Assidomän betalar 120 Mkr i extra skatt*. DI 1997-06-14 *Cirkus Trustor är över, Sandvik tar hem spelet*. DI 1996-05-10 *Lars Rosén andas ut: Wasas stämman nobbade Trygg*. DI 2000-10-17 *Delseger för Remec*. Öster s 64.

3.2.1 Byta ut en ineffektiv företagsledning

Ett fientligt erbjudande kan vara motiverat om det finns delade meningar om hur företaget skall skötas. Situationen kan gälla några stora aktieägare som saknar majoritetskontroll och därmed inte kan styra ledningens sammansättning efter eget tycke. Det är inte osannolikt att aktieägarna har olika uppfattning om hur företaget skall drivas och vilken verksamhetsinriktning företaget bör välja. Gemensamt är dock att de vill öka bolagets lönsamhet vilket återspeglas i att bolagets aktier stiger i värde. Oenighet bland aktieägare i ett icke majoritetskontrollerat företag kan således leda till en maktkamp om kontrollen över företaget. Missköter ledningen företaget minskar värdet av aktieägarnas investeringar och det blir då angeläget att byta ut ledningen, något som den sittande ledningen självfallet kommer opponera sig mot. Genom att förvärva en majoritetspost, genom ett uppköpserbjudande, kan kontroll erhållas över hur bolaget styrs.⁵⁷

Det är inte nödvändigt att uppköparen redan har aktier i företaget. Andra företag kanske anser att den sittande ledningen i målbolaget leder bolaget på ett ineffektivt sätt och att om de själva fick makten skulle det leda till ökad lönsamhet. Genom att utnyttja resurserna i målbolaget på ett bättre sätt eller omfördela resurserna inom företaget anser ofta sig ledningen i det budgivande företaget kunna öka effektiviteten i målbolaget. Resultatet av att byta ut en mindre kompetent företagsledning i målbolaget kan alltså vara effektivitetsförbättringar. Detta innebär att det finns ett starkt samband mellan företagsledningens effektivitet och priset på företagets aktier. Missköter ledningen företaget kommer aktiernas värde ligga under det egentliga värdet av företagets resurser. Denna diskrepans medför att bolaget blir attraktivt för fientliga uppköp. Det uppköpande bolagets ledning ser nämligen en potentiell positiv värdeutveckling som uppköparen kan skörda frukten av. Enligt detta synsätt anses aktiemarknaden vara en marknad för företagskontroll, att olika företagsledningar genom förvärvserbjudanden konkurrerar om kontrollen över företagens resurser. Beroende på ägarstrukturen i målbolaget är det inte säkert att ett totalt bud måste läggas, utan ett partiellt bud kan vara tillräckligt för att uppnå målet med ökad effektivitet i verksamheten.⁵⁸

Ett praktiskt fall som illustrerar det redovisade motivet med att byta ut en ineffektiv ledning är Skanskas köp av Sandvik i början på 1980-talet. Kontrollaktieägaren i Sandvik var Kinnevik (familjen Stenbeck) och därefter var Skanska störste aktieägare. Skanska var missnöjd med den sittande

⁵⁷ Bergström C, Rydqvist K: *Marknaden för företagskontroll*, SNS Förlag, Stockholm 1992, s 33-34.

⁵⁸ SOU 1990:1 s 83.

ledningen, vilken hade utsetts av Kinnevik, och beslöt därför att ta kontrollen över Sandvik mot Stenbecks vilja. Förvärvet skedde genom snabba uppköp över börsen och köp av stora aktieblock från några institutioner.⁵⁹ Övertagandet var ett faktum inom några veckor och Stenbeck sålde ut sin kontrollpost. Två år senare var Sandvik en vinnare på börsen.⁶⁰

3.2.2 Strukturella motiv

I de strukturella motiven bakom fientliga erbjudanden finns ofta en strävan efter ökad effektivitet i förvärvarens verksamheten. Effektivitetsförbättringar genom företagssamgåenden kan uppkomma trots att de berörda bolagen var för sig, utifrån sin egna förutsättningar, redan bedriver en så effektiv verksamhet som möjligt. Efter ett samgående kan strukturella förändringar i bolagen medföra att produktionen når en optimal effektivitet, med positiv värdeutveckling som följd. Vinster kan med andra ord uppkomma genom en förändring eller samordning av verksamheten i det köpande och det uppköpta bolaget.

En form av effektivitetsförbättring som en sammanslagning av det budgivande företaget och målbolaget kan medföra är s.k. synergieffekter. Med synergieffekter åsyftas de fördelar som blir följden av att två bolag slås samman på ett sätt som medför att de gemensamma kostnaderna sjunker eller den gemensamma vinsten ökar. Effekten kan enkelt uttryckt jämföras med att $1+1=3$. Synergieffekter kan klassificeras som stordriftsfördelar om det är möjligt att utnyttja företagets totala resurser effektivare än om de hade drivits som separata enheter.⁶¹ Enligt Weinberg & Blank kan bl.a. följande synergieffekter aktualiseras:⁶²

- Kostnadsbesparingar inom produktionen bl.a. till följd av resursbesparande specialmaskiner, reduktion av antalet inventarier och att vissa fabriker kan läggas ner. Lägre kostnader kan även uppnås inom administration, distribution, forskning- och utvecklingsarbete. Dessa typiska stordriftsfördelar uppnås främst inom horisontella förvärv.
- Finansiella fördelar i form av att ett större företag lättare än ett mindre företag kan erhålla såväl lån som investerat kapital.

⁵⁹ Visserligen var inte uppköpet ett fientligt erbjudande i den mening att det är ett offentligt bud som avvisas av målbolagets ledning. Jag anser ändå att fallet är illustrativt när det gäller motivet att byta ut en ineffektiv ledning.

⁶⁰ Bergström m.fl. s 33-34.

⁶¹ Cooke s 26-27.

⁶² Blank m.fl. s 1038-1039.

- Säkerställa försäljning av produkten och tillgången till råvaror. I samband med vertikala samgåenden kan det innebära stora fördelar att förvärva ett företag som kan tillgodose behovet av råvaror till den egna produktionen. Detsamma gäller om förvärvet tryggar produktens försäljning.

Synergieffekter var en av de bakomliggande orsaker som motiverade OM:s bud på Londonbörsen i höst. Enligt OM:s beräkningar skulle den nya koncernen uppnå årliga kostnadsbesparingar överstigande 400 Mkr inom fyra år. Även Trygg-Hansas fientliga erbjudande på Wasa Sak och Sandviks bud på Kanthal motiverades av samordningsfördelar som väntades ge stora vinster. Detsamma gällde Frontlines bud på ICB och LGP:s bud på Allgon.⁶³

Ett fientligt erbjudande kan också betingas av önskan att reducera överkapaciteten i det budgivande företaget. Även detta är ett strukturellt motiv som medför att verksamheten i de samgående bolagen omorganiseras. En anledning kan vara att förändrade marknadsförhållanden gör det nödvändigt med en ändrad produktionsinriktning i det budgivande företaget. Behovet av att rationalisera produktionen kan även uppstå till följd av att efterfrågan och konkurrensen på marknaden har ändrats. Reducering av överkapaciteten i företaget kan då uppnås genom att förvärva ett annat bolag med en mer effektiv verksamhet.⁶⁴

3.2.3 Maktrelaterade motiv

I inledningen till avsnitt 3.2 nämndes att ett övergripande syfte med fientliga erbjudanden är att erhålla kontrollen över ett annat företag. På så vis öppnas möjligheten att utöva inflytande, dvs. makt, över företaget. Något längre fram i detta kapitel redogörs för vilka förvärvsmetoder som finns i samband med ett fientligt företagsförvärv. Det beskrivs då olika sätt att förvärva makten i ett bolag. I föreliggande avsnitt skall jag därför endast beskriva några maktrelaterade motiv bakom ett fientligt erbjudande.

Företagsledningens ambition om att säkerställa sin egen och bolagets ställning är inte sällan det bakomliggande motivet till ett fientligt erbjudande. Ledningen i det budgivande företaget kan ha en stark önskan om att öka sin prestige, något som vanligtvis följer av att bolagets storlek ökar. Allt eftersom företaget expanderar ökar styrelsens och den

⁶³ OM Gruppen AB: *OM Gruppen lägger bud på London Stock Exchange*, Pressmeddelande 2000-08-29. DI 1996-05-08 *Fientligt Trygg-bud på Wasa*. DI 1996-04-02 *Kanthal börsvinnare efter Sandvik-bud*. DI 1997-09-02 *Budet på ICB för lågt*. DI 2000-09-15 *Dragkampen om Allgon fortsätter*.

⁶⁴ Moberg K, Samuelsson P: *Börsrätt*, Norstedts Förlag, Stockholm 1989, s 152-153.

verkställande direktörens status och sannolikt även deras förmåner och löner.⁶⁵ Företagsledningen har kanske dessutom aktieposter i det budgivande företaget, vilket kan öka incitamentet att handla i eget intresse då förvärvet av målbolaget kan innebära en god affär för ledningen. Detta imperiebyggande har alltså inte grunden i ekonomiskt rationella överväganden för vad som är bolagets bästa, utan endast i ledningens egenintresse. En positiv förlängning av förvärvet är att om bolaget ökar storleksmässigt blir det mindre känsligt för förvärv av andra företag, vilket i sin tur förstärker ledningens position ytterligare.⁶⁶

Möjligen motiverades OM:s fientliga bud på LSE till viss del av ledningsinterna intressen. Denna slutsatsen drar jag mot bakgrund av att styrelsen i OM enhälligt röstade för ett bud på Londonbörsen, samt att dess medlemmar äger eller representerar 40 procent av rösterna och kapitalet i OM. Enligt min åsikt kan detta vara tecken på att styrelsens egna intressen var en bidragande orsak till att budet lades.

Ett annat maktrelaterat motiv bakom ett fientligt erbjudande kan vara budgivarens intresse av att förstärka sin marknadsposition. Intresset kan vara särskilt starkt i ett företagsklimat med hög konkurrens. Företagets strävan efter värdemaximering och ökad konkurrenskraft på marknaden kan då uppnås genom förvärv av ett konkurrerande företag. Ökad lönsamhet och prishöjningar, s.k. monopolvinster, kan vara resultatet av att konkurrensen begränsas.⁶⁷ Detta motiv har viss likhet med synergieffekter, då ökade marknadsandelar vanligtvis medför stordriftsfördelar, såsom högre produktionsnivå.

Även detta var en drivkraft bakom OM:s fientliga bud på Londonbörsen. Genom att kombinera de båda företagen skulle stora tillväxtpotentialer och förstärkt position på den världsomfattande aktiemarknaden uppnås. Enligt OM:s mening var LSE med sin stora, likvida marknad och starka varumärke ett bra komplement till OM med sin marknadsledande teknologi och kommersiella drivkraft. Detta motiv var även en av de bakomliggande orsakerna till varför Frontline lade ett fientligt erbjudande på ICB. Frontline menade att en sammanslagning av de båda företagen skulle skapa en stor enhet med ökad makt på marknaden som följd.⁶⁸

⁶⁵ Cooke s 28.

⁶⁶ Moberg m.fl. s 152.

⁶⁷ SOU 1990:1 s 85.

⁶⁸ OM:s pressmeddelande 2000-08-29. DI 1997-09-02 *Budet på ICB för lågt*.

3.2.4 Finansiella motiv

Det primära syftet med ett aktiebolags verksamhet är att bereda aktieägarna vinst. Följaktligen är det inte svårt att förstå att de flesta fientliga erbjudanden grundar sig på finansiella överväganden. Diskussionen i det erbjudande bolaget inför ett förestående bud kretsar kring att maximera värdet på det egna bolaget och ägarnas förmögenhet. Den gemensamma nämnaren bland de finansiella motiven är att förvärvet på något sätt tillför det budgivande bolaget värde. I själva verket kan detta sägas gälla vid de flesta motiv till företagssamgående, såväl vid strukturella motiv som maktrelaterade motiv. I förlängningen leder t.ex. synergieffekter och förstärkt marknadsposition till ökad lönsamhet. Även ett erbjudande motiverat av önskan att byta ut den sittande ledningen i målbolaget har i grunden tankar om positiv värdeutveckling.

Ett finansiellt motiv bakom ett fientligt bud kan vara att det finns en värderingsskillnad beträffande målbolagets tillgångar. I ägarutredningens betänkande i SOU 1990:1 framgår nämligen att en grundläggande förutsättning för att ett företagsförvärv skall komma till stånd är att det föreligger en skillnad mellan köparens och säljarens värdering av målbolaget. Enligt ägarutredningen grundar värderingsgapet sig på att köpare och säljare antingen har tillgång till olika information om målbolaget eller värderar given information olika. De båda parterna bedömer på skilda sätt de framtida inkomstströmmar som målbolaget kommer att generera.⁶⁹ Att målbolaget är undervärderat kan även bero på att verksamheten inte har haft optimal effektivitet eller att ledningen är omedveten om det korrekta värdet av dess tillgångar. Motivet till ett fientligt erbjudande ligger alltså i att köparen anser sig kunna förvärva målbolaget till ett rabatterat pris, ett belopp under det pris som målbolaget är värt. Genom att därefter sälja de undervärderade tillgångarna till deras korrekta värde, kan köparen göra betydande vinster. En annan variant är att först avveckla de delar av verksamheten som är förlustbringande och därefter sälja de lönsamma delarna.⁷⁰

En annan bakomliggande drivkraft till att ett företag lägger ett fientligt bud på ett annat företag, kan vara att det vill sprida sina risker. För det budgivande företaget kan det vara eftersträvansvärt att reducera de förlustrisker som följer av ett ensidigt beroende av vissa produkter eller vissa geografiska marknader. Genom att köpa upp bolag som tillverkar andra produkter eller är verksamma på andra marknader,

⁶⁹ SOU 1990:1 s 82.

⁷⁰ Blank m.fl. s 1029-1032.

konglomeratförvärv, kan företaget fördela sin aktivitet mellan skilda verksamhetsområden. Företagets diversifiering kan även jämna ut riskerna i säsons- eller konjunkturmässiga förändringar i efterfrågan.⁷¹ Ett exempel på diversifiering är Volvos tidigare ägande i företag inom helt olika branscher. Aktieinnehavet omfattade bl.a. Pharmacia (läkemedel), Procordia (bl.a. livsmedel) och Swedish Match (tobak och tändstickor). Volvo har emellertid nu återgått till att renodla sin verksamhet genom att sälja av sitt innehav i verksamhetsfrämmande företag.

Mot riskspridningsmotivet kan hävdas att en diversifiering av företaget egentligen inte är till något värde för aktieägarna, då de genom att själva utforma sina aktieportföljer kan reducera sina risker till en betydligt lägre kostnad än vad företaget kan.

Ett fientligt erbjudande kan även vara ett resultat av önskan att åtnjuta vissa skattemässiga fördelar. Även om de skattemässiga samordningsvinsterna vanligen inte ensamt brukar motivera ett fientligt bud, skall detta motiv inte förringas då det i sammanhanget kan vara en pådrivande faktor.⁷² Ett skattemässigt incitament till fientligt bud kan vara möjligheten för köparen att utnyttja ackumulerade förluster i målbolaget för att minska sina skattebetalningar. För att förhindra handel med s.k. förlustföretag är detta förhållande reglerat i lagen om avdrag för underskott av näringsverksamhet⁷³. Olika spärregler aktualiseras som hinder mot förlustutjämning, dels beroende på beloppets storlek dels beroende på om ett koncernförhållande uppstår. Ett annat skattemässigt motiv, som blir aktuellt om en koncern bildas, är möjligheten till koncernbidrag enligt 2 § 3 mom. lagen om statlig inkomstskatt⁷⁴. Koncernbidragen resulterar i att koncernens totala skatt minskas.

3.2.5 Sammanfattning

Ett motiv av grundläggande betydelse för ett fientligt erbjudande är att det förvärvande företaget kan utöva makt över målbolaget. Strävan efter kontroll kan sedan kombineras med andra motiv av varierande art. Dessa kan vara strukturella, maktrelaterade eller finansiella motiv. Även intresset av att byta ut en ineffektiv företagsledning kan betinga ett fientligt erbjudande. Att få makten i målbolaget är således av största betydelse för att uppnå syftet med förvärvet. Först med full kontroll kan det förvärvande företaget friktionsfritt uppnå de mål som förvärvet syftade till.

⁷¹ SOU 1990:1 s 86.

⁷² SOU 1990:1 s 86.

⁷³ 1993:1539.

⁷⁴ 1947:576.

Motiven är inte alltid helt lätta att särskilja. De går mer eller mindre in i varandra och det är inte ovanligt att syftet bakom ett fientligt erbjudande omfattar flera motiv. Vanligtvis finns ekonomiska överväganden i botten av ett fientligt bud och det är därför befogat att påstå att finansiella drivkrafter genomsyrar flera av de andra motiven. Syftet med budet är då primärt att maximera värdet på det köpande företaget och de egna ägarnas förmögenhet.

Det finns dock motiv till fientliga erbjudanden som inte grundar sig på tankar om att maximera företagets värde. Jag åsyftar här de egenintressen hos företagsledningen i det budgivande bolaget som kan driva fram ett fientligt bud på ett annat företag. I strid mot ägarnas intresse av värdemaximering, kan ledningens primära intresse i stället vara att åstadkomma tillväxt av företagets produktion och försäljning snarare än maximal avkastning på kapitalet. Företagsledningens inkomster, övriga förmåner och prestige är nämligen som regel väsentligt mer beroende av företagets storlek än av avkastningen på dess aktier. Ett sätt att få bukt med problemet att ledningen handlar utifrån sitt eget intresse, skulle kunna vara förmåner till ledningen som är mer relaterade till de vinster företaget gör. Belöna ledningen med bonus eller optioner för att på så vis öka deras lojalitet.

3.3 Förvärvsmetoder

Det erbjudande företaget kan använda sig av olika förvärvsmetoder för att genomdriva det fientliga budet. Dessa metoder gäller i huvudsak offentliga erbjudanden, men jag kommer att beskriva dem ur ett fientligt perspektiv. Att förvärvsmetoderna varierar beror på att inget fientligt förvärv är identiskt med något annat, vare sig i fråga om motiv, händelseförlopp eller effekter. I föreliggande avsnitt redogör jag för vilka alternativa tillvägagångssätt budgivaren har att tillgå för att fullfölja sitt fientliga bud.

3.3.1 Förberedelser inför ett fientligt erbjudande

Inför ett fientligt erbjudande börjar det erbjudande bolaget inledningsvis med att företa olika slags undersökningar av målbolaget. Det är av stor vikt att granska ägarstrukturen i målbolaget. Det erbjudande företaget kan då lättare avgöra det fientliga erbjudandets framtidsutsikter. Företaget kan se om dess syfte med budet kommer att uppnås med de medel och metoder företaget hade tänkt sig. På detta stadium av erbjudandet förekommer det ofta samråd med större aktieägare i målbolaget för att om möjligt garantera deras medverkan. Deras samverkan kan vara ett nödvändigt villkor för förvärvet då de kanske kan övertala andra aktieägare att acceptera det

förestående budet. Situationen gäller här samråd med aktieägare utan kontrollposter, eftersom kontrollaktieägarnas medverkan, och därmed även ledningens, som bekant medför att erbjudandet inte anses fientligt. I det nästföljande kapitlet om försvarsåtgärder, framkommer att ett effektivt sätt att stoppa ett förvärvserbjudande är att de större aktieägarna inte accepterar budet.⁷⁵ Förhandlingar med större aktieägare kan således ses som en förvärvsmetod för att lyckas med det fientliga budet, eller i vart fall ett led i en sådan metod.

Efter undersökning av ägarregistret och samråd med de större aktieägarna är nästa steg för det erbjudande företaget att välja strategi för det kommande budet. Köparens motiv till det fientliga budet spelar här stor roll. Beroende på vad syftet är med förvärvet och hur ägarstrukturen ser ut i målbolaget kommer köparen att eftersträva en viss nivå på sitt innehav. I avsnitt 3.2.3 anfördes att ett motiv som genomsyrar samtliga fientliga erbjudanden är att erhålla kontrollen i målbolaget. Det är viktigt att skilja på kontroll och ägande. Det är kontrollen som är av störst vikt då det medför makt i målbolaget. Om målsättningen t.ex. är att få en styrelsepost kan det i vissa fall räcka med tio procent av aktierna för att förverkliga detta. I andra fall kanske det krävs ett förvärv om 90 procent eller mer. Följaktligen är det inte säkert att ett övertagande av samtliga aktier i målbolaget är nödvändigt för att uppnå det eftersträvade syftet med förvärvet.

Strävan efter att förvärva kontrollen i målbolaget kan ta sig uttryck på olika sätt. Jag skall i det följande redogöra för olika metoder att tillskansa sig makten i målbolaget och därmed uppnå sitt syfte med det fientliga erbjudandet. För ökad förståelse beskriver jag inledningsvis skillnaden mellan totala och partiella erbjudanden.

3.3.2 Totalt eller partiellt erbjudande

Ovan nämndes att ägarstrukturen i målbolaget kan vara en viktig faktor när det gäller hur omfattande ett fientligt erbjudande skall vara. Erbjudandet kan omfatta alla aktier i målbolaget eller endast en del av dem. Skillnaden mellan ett totalt bud och ett partiellt bud är inte särskilt komplicerad. Av ordalydelsen följer att ett totalt bud omfattar samtliga aktier i målbolaget. Detta är det vanligaste formen av erbjudande då köparen så gott som alltid önskar disponera över målbolagets kassaflöde vilket kräver att budet är totalt.⁷⁶

⁷⁵ Afrell m.fl. s 240.

⁷⁶ Moberg m.fl. s 154.

Ett partiellt bud är avgett på generella villkor, dvs. det är riktat till samtliga aktieägare, men avser endast en del av varje aktieägars aktier. Syftet med ett sådant bud kan vara att förvärva kontrollposter, utan avsikt att överta alla aktier i målbolaget. En begränsning i den partiella budsituationen är att köparen enligt II.10 st.1 NBK/OE inte får bli ägare till aktier representerande 40 procent eller mer av rösterna i målbolaget. Bestämmelsen är en följd av kravet på budplikt som aktualiseras vid aktieförvärv som uppnår denna nivå av ägande. I avsnitt 3.1.2 redogjordes för några fientliga erbjudanden som har resulterat i förvärv. Av dessa var det endast Gotas erbjudande på Wermlandsbanken som var partiellt. Övriga bud var totala.⁷⁷

3.3.3 Successiva aktieförvärv

I samband med ett fientligt erbjudande finns det som regel inte något etablerat ägarsamband mellan det budgivande företaget och målbolaget. I en sådan situation är metoden att ”anfälla” målbolaget inte särskild komplicerad utan det köpande företaget lägger helt enkelt ett bud på det andra företaget. Antingen framläggs budet utan föregående förhandlingar med målbolagets ledning eller efter strandade förhandlingar där budgivaren beslutar att gå vidare direkt till aktieägarna.⁷⁸

Ett mer metodiskt sätt att gå tillväga för att få makten i ett annat bolag, är att budgivaren över börsen successivt köper upp aktier i målbolaget i hopp om att skapa en kontrollpost. Detta kan många gånger anses utgöra ett led i ett fientligt förvärv. Förvärvarens avsikt kan i en sådan situation vara att förvärvet skall ske så omärkligt som möjligt. Tanken är att målbolagets ledning skall vara ovetandes om förvärven så att den inte vidtar några försvarsåtgärder. Förvärvsmetoden, som benämns creeping acquisition, har dock reglerats på så vis att flaggningsreglerna kan förhindra att ett större aktieförvärv uppnås utan ledningens vetskap. Reglerna i NBK:s flaggningsrekommendation aktualiseras som bekant redan vid förvärv av fem procent av det totala antalet aktier eller röster i bolaget. Så fort gränsen har passerats måste förvärvet offentliggöras, vilket medför att ledningen i målbolaget uppmärksammar situationen. För att inte det förvärvande bolaget skall försöka undvika kravet på offentliggörande är det förbjudet att agera i samråd med annan.⁷⁹

⁷⁷ SOU 1990:1 s 38.

⁷⁸ SOU 1990:1 s 37.

⁷⁹ II.1 a, II.2 Flaggningsrekommendationen.

Vill förvärvaren uppnå en helägd situation eller en större kontrollpost måste ett uppköpserbjudande framläggas. Vid en anfallsmetod som den nyss beskrivna läggs det fientliga erbjudandet fram först när köparen uppnått en väsentlig röstandel i målbolaget. Sannolikheten att budet skall accepteras ökar om budgivaren redan har köpt en så stor del som möjligt av målbolaget, innan budet offentliggörs.⁸⁰ Enligt Bergström & Rydqvist visar en undersökning att det råder stor variation i budgivarens ägarandel innan uppköpserbjudandet läggs fram. Enligt författarna är det genomsnittliga innehavet 30 procent av aktiekapitalet när budförfarandet inleds.⁸¹ I vissa fall kan den successivt ökade aktieposten vara en följd av att det köpande bolaget från början hade en annan avsikt med sina köp i målbolaget än att erhålla kontrollen över det, men att det sedermera beslutat att öka sitt innehav för att kunna utöva makt. I andra fall kan det gälla en köpare som redan från början har övervägt ett uppköpserbjudande men valt att först utföra några mindre aktieförvärv för att på så vis skaffa sig ökade kunskaper om målbolagets problem och möjligheter, och på basis därav fatta ett beslut om ett fullständigt förvärv. I ett fall där budgivarens intention redan från början varit att lägga ett fientligt bud kan stegvisa förvärv även vara en följd av att större aktieposter lossnat successivt och möjliggjort ett förvärv.⁸² Så var exempelvis fallet vid Nordstjernans fientliga förvärv av ABV.

Om successiva aktieköp genomförts och det fientliga budet skall läggas sker detta ofta oväntat. Avsikten med överraskningsmomentet är dels att hindra målbolagets ledning från att försöka stoppa förvärvet, dels att försvåra spekulationer i målbolagets aktier vilket kan driva upp kursen. Detta taktiska drag att komma med ett bud när marknaden som minst av allt anar något kallas för midnight raid.⁸³

Successiva aktieförvärv är även en vanlig företeelse efter att uppköpserbjudandet har lagts fram. Budgivarens chanser att få igenom sitt bud ökar allt eftersom dess aktieinnehav i målbolaget blir större. Detta var t.ex. fallet i samband med Frontlines bud på ICB. Genom att metodiskt dammsuga marknaden på ICB-aktier ökade Frontline sin ägarandel från tio procent av kapitalet och åtta procent av rösterna, till 69 procent av kapitalet och 44 procent av rösterna. Detta var redan före ledningen i ICB, som var storägare och motsatte sig budet, gav upp sin kamp. När dessa senare kapitulerade uppnådde Frontline slutligen en helägd situation.⁸⁴

⁸⁰ Jonsson s 891.

⁸¹ Bergström m.fl. s 39.

⁸² SOU 1990:1 s 92-93.

⁸³ Jonsson s 891.

⁸⁴ DI 1997-09-03 *Frontline ger sig inte*. DI 1999-06-30 *Norska Frontline leder kampen om ICB*.

3.3.4 Vederlagets betydelse för förvärvet

Förvärvsmetoder kan också bedömas efter vilken form av vederlag som budgivaren erbjuder för aktierna i målbolaget. Betalning kan ske såväl med kontanta medel som med värdepapper, dvs. ett utbyteserbjudande. Det kan även förekomma kombinationer av dessa vederlagssätt. Jag beskriver dessa former något närmre nedan för att därefter redogöra för vilka hänsyn det budgivande företaget tar inför valet av betalningsform.

3.3.4.1 Olika vederlagsformer

Ett utbyteserbjudande innebär att vederlaget utgår i form av värdepapper i det budgivande företaget. Olika typer av värdepapper är möjliga som likvid, såsom nyemitterade aktier, förlagsbevis eller optionsrätter till teckning av aktier. Om aktier skall erbjudas som betalning för målbolaget måste det budgivande företaget iaktta reglerna om nyemission och apport i 4 kap. ABL. Eftersom de nyemitterade aktierna skall utgöra likvid för aktier i målbolaget och någon kontant betalning för de emitterade aktierna inte utgår till det budgivande företaget, anses det vara en apportemission. Vid en sådan emission har de befintliga aktieägarna i budgivaren inte företrädesrätt till de nya aktierna, såsom fallet är om kontant betalning hade utgått för aktierna. Beslutet om apportemission kan således normalt fattas av bolagsstämman med absolut majoritet.⁸⁵

När det gäller kontant betalning finns det inte så mycket att orda om. Detta betalningssätt kan anses vara det minst komplicerade och förekommer något oftare än utbyteserbjudande. Enligt en undersökning utförd av ägarutredningen om företagsförvärv, framkom att av de 137 fallstudier utredningen hade genomfört var drygt hälften av dem rena kontanterbjudanden. Antalet renodlade värdepappersbud var däremot mycket begränsat. Omkring två tredjedelar av dessa bud var förenade med en viss kontantdel.⁸⁶ Exempel på rena kontantbud är Assidomäns bud på Hasselfors och Sandviks bud på Kanthal. LGP:s bud på Allgon var däremot ett rent utbyteserbjudande. Ett fall där vederlaget var kombinerat är Nordstjernans förvärv av ABV. Ursprungligen erbjöds ägarna i ABV en kombination av nyemitterade aktier i Nordstjernen och en mindre

⁸⁵ 4 kap. 1 § st. 1 och 2, 4 kap. 2 § st.1 e contrario, 4 kap. 6 §, 9 kap. 28 § ABL. Enligt 4 kap. 15 § st. 2 kan styrelsen i vissa fall besluta om apportemission. Johansson S, Nial H: *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, Norstedts Juridik AB, Stockholm 1998, 7:e upplagan, s 91-92.

⁸⁶ SOU 1990:1 s 86. Fallstudien gällde visserligen offentliga erbjudanden i allmänhet, däribland fientliga bud, men den kan även anses återspegla fördelningen mellan vederlagsformer när det gäller fientliga erbjudanden.

kontantdel, men budet ändrades sedermera till en större kontantdel samt optioner till teckning av aktier i en kommande nyemission i Nordstjernen. Ett annat fall var OM:s bud på LSE. Där erbjöds aktieägarna i LSE såväl ett renodlat aktiealternativ, som en kombination av kontanter och en mindre del nyemitterade aktier i OM. Ursprungligen erbjöds ägarna även att kontantdelen kunde bytas ut mot skuldebrev i OM, men detta alternativ slopades senare.⁸⁷ Anledningen till att det budgivande företaget ofta väljer en kombinerad vederlagsform framkommer i följande avsnitt.

3.3.4.2 Val av vederlagsform

Valet av vederlagsform avgörs med hänsyn till dels det budgivande företagens ägarkrets, dels målbolagets aktieägare. Andra väsentliga faktorer att beakta inför valet av vederlagsform är skatteregler och den asymmetriskt fördelade informationen mellan företagen.⁸⁸

Med utgångspunkt i förvärvets betydelse för budgivarens ägarkrets kan det konstateras att olika betalningsformer kan medföra olika effekter på ägarnas inflytande i företaget. Utgörs vederlaget av nyemitterade aktier i det köpande företaget kommer ägarkretsen i detta företag utökas med ägarkretsen i målbolaget. Följden blir att den rådande inflytanderelationen i det köpande företaget rubbas. Ju större målföretaget är i förhållande till budgivaren, desto mer ändras inflytandet. Även koncentrationsgraden i målbolagets ägarstruktur spelar en viss roll här. Är ägarstrukturen koncentrerad kan detta medföra att en dominerande ägare i det köpande företaget får försvagad ställning. För att få bukt med problemet är en vanlig metod i Sverige att koncentrera kontrollen i det budgivande företaget till de röststarka aktierna och låta vederlaget för målbolaget utgöras av nyemitterade röstsvaga aktier.⁸⁹

När det gäller val av vederlagsform med hänsyn till målbolagets ägare är det främst skattemässiga aspekter som gör sig gällande. De skattemässiga konsekvenserna kan bli väldigt olika vid kontantbud och värdepappersbud. I det förstnämnda fallet uppstår omedelbar skattskyldighet för realisationsvinsten. Ett bud vid vilket betalning utgår i form av aktier i det köpande företaget föranleder däremot normalt beskattning först när de

⁸⁷ SOU 1990:1 s 71-72. OM Gruppen AB: *OM presenterar budet på London Stock Exchange*, Pressmeddelande 2000-09-11. Sydsvenska Dagbladet (SDS) 2000-10-14 *OM höjer budet på Londonbörsen*. DI 1995-09-13 *Fientligt Assi-bud erövrar Hasselfors; Storägare säger ja till 265 kr per aktie*. DI 1996-04-02 *Kanthal börsvinnare efter Sandvik-bud*. DI 2000-10-11 *LGP måste betala småspararna kontant*.

⁸⁸ SOU 1990:1 s 94.

⁸⁹ SOU 1990:1 s 94-95.

erhållna aktierna i framtiden avyttras. Såväl fysiska som juridiska personer kan enligt vissa kriterier få uppskov med beskattningen. Ett rekvisit av väsentlig betydelse är att det köpande företaget måste förvärva mer än 50 procent av rösterna i målbolaget.⁹⁰ Vid mindre partiella företagsförvärv inträder alltså ingen förskjutning av beskattningen vid värdepappersbud.

Informationsasymmetrin har betydelse för val av vederlagsform på så vis att om det budgivande företaget värderar målbolaget lågt kommer det att föredra kontant betalning. Om målbolaget däremot anses vara övervärderat är ett värdepappersbud att föredra. Detta är givet då det kan vara svårt för budgivaren att betala med likvida medel om målbolaget betingas ett mycket högt pris. Vid valet av likviden måste dock det köpande företaget även beakta de reaktioner som de olika vederlagsformerna kan få på det egna företags aktiekurs. Dessa kursreaktioner, som kan variera beroende på hur budet utformas, kallas för signaleffekter. Om budgivaren lägger ett värdepappersbud kan aktiemarknaden tolka detta som en signal om att det köpande företaget är övervärderat och nedvärderar därför dess aktier. Läggs däremot ett kontantbud anses motsatsen gälla.⁹¹

Andra faktorer som kan spela in vid val av vederlagsform kan vara det relativa storleksförhållandet mellan de båda företagen. Ponera att målföretaget är mycket stort eller till och med större än det budgivande företaget. I en sådan situation är det, i likhet med föregående stycke, näst intill omöjligt för budgivaren att göra ett renodlat kontanterbudande. Så var t.ex. fallet när OM lade sitt bud på LSE. Eftersom Londonbörsen har en omsättning som är omkring sju gånger större än Stockholmsbörsens, kan det vara svårt att endast erbjuda kontanter som likvid. Det kan även finnas andra skäl till att budgivaren inte vill anstränga sin kassa. Företaget behöver kanske likvida medel även på andra håll inom affärsverksamheten där värdepapper i företaget inte kan utgöra ett betalningssätt. I dylika situationer kan det då vara fördelaktigt att göra ett utbyteserbjudande eller i vart fall ett kombinerat erbjudande. I vissa fall förekommer det även att målbolagets ägare får möjlighet att välja mellan de olika vederlagsformerna.⁹²

Det kan även vara värt att beakta tidsfaktorn vid val av vederlagsform. Tid är en kritisk faktor vid fientliga förvärv. Vid ett utbyteserbjudande måste först utvärdering ske av budbolagets värdepapper vilket gör att genomförandet kan ta längre tid än vid kontantbud där värdering inte behöver ske. Eftersom medlen vid kontantbud ofta anskaffas genom

⁹⁰ 1, 5 §§ Lag (1998:1601) om uppskov med beskattningen vid andelsbyten. KPMG: *Skattehandboken 1999*, Kristianstads Boktryckeri AB, Kristianstad 1999, s 297, 299-300.

⁹¹ SOU 1990:1 s 94.

⁹² SOU 1990:1 s 96-97.

komplex lånefinansiering, vilket löper med begränsad giltighetstid, är det av stor vikt att det fientliga förvärvet sker så snabbt som möjligt. Dessa omständigheter kan vara av stor betydelse när vederlagsformen skall väljas.⁹³

När det gäller hur stort vederlaget skall vara är utgångspunkten det värde målbolagets aktier betingas på aktiemarknaden. Saknas marknadsvärde eller är det inte representativt för aktien får ett beräknat respektive justerat värde läggas till grund. Beräkningarna skall då utgå från kursen för andra av målbolaget utgivna aktier med större omsättning.⁹⁴ Oavsett vilken sorts vederlag budgivaren väljer att erbjuda målbolaget, brukar vanligtvis en viss premie utgå för aktierna i målbolaget, dvs. ett procentuellt påslag på marknadsvärdet. Premium kan anses vara ett sätt att locka målbolagets aktieägare att anta erbjudandet.⁹⁵ Motsätter sig målbolaget ändå budet, kan budgivaren som en strategisk handling höja vederlaget för att om möjligt ändra aktieägarnas inställning. Ju mer budet sockras, desto svårare blir det för målbolaget att avvisa det. Som bekant vidtogs en sådan förvärvsmetod vid Nordstjernans fientliga bud på ABV vilket medförde att budet antogs. Även i samband med OM:s fientliga bud på LSE ökades premien för att motivera ägarna till att samtycka till erbjudandet. Den ursprungliga budpremien om 17,6 procent, jämfört med sista betalkurs den dag budet tillkännagavs, höjdes senare till 53 procent jämfört med samma kurs.⁹⁶

Det anförda visar att det budgivande företaget måste ta flera faktorer i beaktande när det skall lägga ett fientligt bud på ett annat företag. Förvärvsmetoderna varierar således beroende på valet av vederlagsform. Givetvis kan olika strategier kombineras. Exempelvis kan successiva aktieförvärv kombineras med en särskild vederlagsform.

3.3.5 Sammanfattning

De olika metoder som det erbjudande företaget kan använda sig av för att genomföra sitt fientliga erbjudande varierar. Köparens motiv till det fientliga erbjudandet spelar stor roll när det gäller val av anfallsmetod. Budgivaren kan anpassa förvärvets storlek efter vilket syfte som skall uppnås. Vanligast förekommande är totala bud.

⁹³ Jonsson s 891. Detta är t.ex. en avgörande faktor till varför fientliga företagsförvärv i USA idag nästan sker uteslutande med kontanta medel.

⁹⁴ Kommentaren till II.6 NBK/OE.

⁹⁵ I tre empiriska studier av offentliga erbjudanden på OM Stockholmsbörsen erbjöds målbolagets aktieägare en överkurs om 15,3 procent (Bergström, Rydqvist m.fl. 1989), 18,3 procent (Modén 1993) och 16,8 procent (Jonsson 1995).

⁹⁶ OM:s pressmeddelande 2000-09-11. SDS 2000-10-14 *OM höjer budet på Londonbörsen.*

Det förekommer att det budgivande företaget redan före det fientliga erbjudandet har ägarintressen i målbolaget. För att tillskansa sig makten i målbolaget kan det vara ett strategiskt drag att förvärva aktier successivt på marknaden för att därefter oförmedlat lägga fram ett förvärvserbjudande. På så vis ökas chansen att budet godtas av målbolagets aktieägare. Ett annat metodiskt sätt att gå till väga för att lyckas med sitt bud är att i förväg förhandla med aktieägare för att få deras accept till förvärvet. Lyckas detta helt kan erbjudandet emellertid inte längre anses som fientligt.

Även valet av vederlagsform kan föranleda olika strategier för hur budet skall genomdrivas. Likviden för aktierna i målbolaget kan utgöras av kontanta medel, värdepapper i det budgivande företaget eller en kombination av de båda betalningssätten. Vid val av vederlagsform måste det budgivande företaget beakta flera olika omständigheter. Faktorer som spelar in är bl.a. de skattemässiga effekterna för målbolagets ägarkrets, företagets storlek i förhållande till varandra och vikten av snabbhet i processen. Fungerade aktiemarknaden perfekt i den mening att det inte fanns skillnader beträffande företagets information, eller att varken skatter eller transaktionskostnader förekom skulle det inte spela någon roll vilken form av vederlag som utgick till målbolaget. Endast vederlagets storlek skulle då vara av intresse. Eftersom verkligheten ser annorlunda ut kan målbolagets och budbolagets ägarkrets tillmäta en viss vederlagsform större värde än en annan. Det erbjudande företaget har då att välja den vederlagsform som tillgodoser flest intressen. Det är således inte endast de omedelbara ekonomiska effekterna som styr valet av vederlag utan också följder som kan uppkomma i förlängningen, t.ex. vilka konsekvenserna kan bli för det egna företagens aktiekurs.

4 Försvarsåtgärder mot fientliga erbjudanden

4.1 Allmänt om försvarsåtgärder

Med begreppet försvarsåtgärd avser jag sådana åtgärder som ett företags ledning vidtar för att motverka att kontrollen över företaget, genom ett fientligt förvärv, övergår till någon annan. Vanligtvis är en försvarsåtgärd en preventiv åtgärd för att motverka ett framtida försök till fientligt övertagande. Försvarsmetoder kan emellertid även vidtas efter att det fientliga budet har lagts, dvs. under ett pågående erbjudande. Denna indelning av åtgärder vidtagna före och efter budet har en juridisk betydelse, eftersom handlingsutrymmet för målbolagets företagsledning begränsas i det senare fallet. Begränsningen följer av II.13 NBK/OE som stadgar:

Har målbolagets styrelse eller ledning, på grund av information från den som avser att lämna ett offentligt erbjudande till aktieägarna i bolaget, grundad anledning att anta att ett seriöst erbjudande är nära förestående, eller har ett sådant erbjudande lämnats, får i målbolaget inte utan stöd av bolagsstämmans beslut vidtas någon åtgärd i fråga om bolaget, som är ägnad att äventyra erbjudandets avgivande eller vidhållande. Kravet på bolagsstämmobeslut kan dock efterges, om hänsynen till bolaget och dess ägare uppenbarligen kräver, att åtgärd vidtas med största skyndsamhet.⁹⁷

Innan ett uppköpserbjudande läggs, informeras normalt målbolagets ledning härom av den som avser att lägga budet. Välkomnas inte budet markerar bestämmelsen i rekommendationen tydligt att företagsledningen inte på eget bevåg kan vidta försvarsåtgärder mot det fientliga erbjudandet. Alla försvarsåtgärder som vidtas innan ett erbjudande har lämnats, om erbjudandet är nära förestående, och åtgärder som vidtas efter budets avgivande förbjuds. Däremot hindras inte försvar som endast vidtas i preventivt syfte. Bestämmelsen gäller alltså från den tidpunkt när målbolagets ledning får information om budet från den potentielle budgivaren. Detta är en omformulering jämfört med 1988 års rekommendation vilken stadgade att regeln började gälla när förhandlingar

⁹⁷ I NBK/OE används andra begrepp när det talas om företagsledningen. Här skiljs på styrelsen och ledningen. Det sistnämnda begreppet inbegriper styrelsens ordförande, koncernchef och verkställande direktör. För att vara konsekvent använder jag dock mig av företagsledningen som samlande term för styrelse och verkställande direktör.

om ett erbjudande upptagits.⁹⁸ Förutsättningen för att inte ledningen skall få agera mot ett fientligt bud är att informationen om budet inom kort kan förväntas följas av ett seriöst erbjudande. Att budet skall framstå som seriöst betyder att det har möjlighet att bli framgångsrikt t.ex. i den meningen att budgivaren kommer att kunna finansiera erbjudandet. Bestämmelsen skall således inte sättas i kraft endast för att någon informerar målbolaget om en avsikt att lämna ett uppköpserbjudande. Detta framgår av uttrycket ”grundad anledning att anta”.

Av bestämmelsen framgår vidare att åtgärder som är ägnade att äventyra erbjudandets avgivande eller vidhållande måste avvakta bolagsstämmans godkännande. Regeln är dock inte undantagslös utan kan frångås om en viss situation kräver det. Varken i kommentaren till bestämmelsen eller i doktrinen ges någon närmare exemplifiering när detta undantag skulle kunna vara tillämpligt. Det sägs bara att det kan finnas situationer när det är berättigat att utan stämmans stöd vidta motåtgärder. En förutsättning härför är dock att behovet framstår som såväl brådskande som uppenbarligen i bolagets och aktieägarnas intressen.⁹⁹ Av det anförda följer att en uppdelning av försvarsåtgärder kan göras genom att skilja på de metoder som måste beslutas av bolagsstämman, och sådana som företagsledningen kan besluta om. I den fortsatta redogörelsen har jag dock valt att följa den inledningsvis nämnda indelningen där jag skiljer på motåtgärder som verkar före respektive efter budet lagts.

I samband med att fientliga erbjudanden började förekomma på senare delen av 1970-talet, tog även utvecklingen av olika försvarstekniker mot fientliga bud fart. Utvecklingen av försvarsstrategier har varit mest påtaglig i USA och Storbritannien, där förekomsten av fientliga bud är större.¹⁰⁰ Den fortsatta redogörelsen av försvarsåtgärder mot fientliga erbjudanden bygger i stor utsträckning på de anglosaxiska åtgärderna. Detta beror på att de har varit vägledande för de svenska motåtgärderna vilka dock har utvecklats efter det svenska näringslivets förutsättningar.

4.1.1 I vems intresse vidtas försvarsåtgärder?

I samband med att ett bolag är på väg att bli uppköpt av en fientlig budgivare uppkommer inte sällan intressekonflikter mellan olika parter i

⁹⁸ Ändringen står i överensstämmelse med det EG-rättsliga förslaget till ett trettonde direktiv art. 8. Om ändringen var ett steg i en framtida harmonisering får vara osagt.

⁹⁹ Kommentaren till II.13 NBK/OE.

¹⁰⁰ Fällman A: *Motåtgärder vid företagsförvärv*, SOU 1990:1 Företagsförvärv i svenskt näringsliv – Expertrapport från ägarutredningen, bilaga två, s 55, 87.

målbolaget. Konflikterna uppstår till följd av att deras situationer kan komma att förändras om förvärvet genomförs. Ett fientligt förvärv kan få effekt på t.ex. aktieägare, företagsledning, kunder och anställda, och frågan är i vems intresse som försvarsåtgärder mot det fientliga budet vidtas. I det följande kommer jag endast att diskutera de två förstnämnda intressegrupperna, nämligen om försvaret utförs i företagsledningens intresse eller med hänsyn till aktieägarna.

I samband med ett företagsförvärv, oavsett det är fientligt eller inte, erbjuds aktieägarna i målbolaget en premie för sina aktier. Avsikten med att erbjuda aktieägarna överkurs på sina aktier är att budet skall framstå som gynnsamt och därmed accepteras. Eftersom aktieägarna normalt gör en vinst på att deras företag köps upp kan försvarsåtgärder som helt avser att förhindra förvärvet förefalla mindre lämpliga. Denna åsikt är särskilt representerad bland mindre aktieägare vilkas avsikt ofta inte är att aktivt delta i skötseln av bolaget utan istället att få god avkastning på sin investering. Försöker företagsledningen då hindra förvärvet kan detta komma att strida mot många aktieägares intressen. Det kan emellertid förhålla sig annorlunda när det gäller kontrollägarnas intressen. Eftersom ett företagsförvärv medför att dessa förlorar kontrollen över bolaget kan försvarsåtgärder som blockerar förvärvet vara till deras fördel då de får behålla sina maktpositioner. Åtgärder som däremot endast vidtas i syfte att budgivaren skall sockra budet ytterligare, torde emellertid välkomnas av samtliga aktieägare. För att den sistnämnda situationen skall gå att genomföras krävs att företagsledningens och aktieägarnas intressen överensstämmer. Skälen till att ledningen agerar med motåtgärder vid fientliga erbjudanden kan då vara att ledningen anser att budet är för lågt och att den därför vill tvinga budgivaren att höja sitt pris med hänsyn till aktieägarna.¹⁰¹ I en situation där försvarsåtgärder utförs för att tvinga budgivaren att rekonstruera sitt bud till aktieägarnas fördel är det aktieägarnas intressen som dominerar helt.

Motåtgärder vidtas ibland även i företagsledningens egenintressen. Ledningens primära intresse kan då vara att leda företaget i stället för att höja aktiepriset till maximal kurs. Ett första tecken på sådant egoistiskt handlande kan vara när ledningen rekommenderar aktieägarna att avfärda ett uppköpserbjudande som verkar lönsamt för ägarna. Ledningen offentliggör inte gärna sitt egentliga motiv till den avvisande inställningen utan ger sken av att handla i företagets bästa och med hänsyn till aktieägarna. Det faktum att det kan vara svårt att påvisa att ledningens agerande primärt motiveras av egennytta gör att ledningen får incitament att agera utifrån egna intressen. Det kan således finnas en fara i att låta företagsledningen förfoga över olika

¹⁰¹ Jonsson s 889-890.

försvarsmetoder, om motiven bakom åtgärderna inte stämmer överens med aktieägarnas önskemål.

Intressekonflikten mellan social prestige hos ledningen och ägarnas bästa är särskilt påtaglig om företagsledningen är ineffektiv och aktieägarna mer än gärna byter ut den i samband med att målbolaget förvärvas av det budgivande företaget. I ett fall där ledningen är medveten om att den med stor sannolikhet kommer att ersättas efter förvärvet, är den extra angelägen om att stoppa ett uppköp även om det gynnar aktieägarna. I samband med OM:s fientliga bud på LSE riktades sådan kritik mot ledningen i LSE, med vilken det rådde stort missnöje bland aktieägarna. Kritiken framfördes av Olof Stenhammar, OM:s ordförande, som menade att ledningen inte agerade med hänsyn till aktieägarnas bästa.¹⁰²

Företagsledningens intresse av att motarbeta ett fientligt erbjudande behöver dock inte alltid vara maktrelaterat utan kan istället vara av ekonomisk karaktär. I vissa företag är nämligen ledningens kompetens så starkt knuten till just målbolaget, att kunskaperna inte är av något större värde eller nytta utanför företaget. Ledningens syfte med försvarsåtgärder kan då vara att antingen helt blockera förvärvet för att behålla sina positioner eller tvinga budgivaren att erbjuda ledningen kompensation för den ekonomiska förlust som förvärvet innebär om ledningen byts ut.¹⁰³

Det anförda visar att de intressen som ligger bakom försvarsåtgärder mot ett fientligt erbjudande kan vara av skiftande slag. Självfallet är det omöjligt att generellt fastställa vilket intresse som motiverar olika metoder, utan det skiljer sig från fall till fall beroende på de speciella omständigheterna. I en situation där målbolaget sköts ineffektivt och ledningen befarar att den kommer att bli utbytt, kan det ligga nära till hands för ledningen att motarbeta budet för att rädda sitt eget skinn. Vidtas försvarsåtgärder däremot i aktieägares intressen, kan dessa skifta beroende på om åtgärderna utförs med hänsyn till småsparare eller kontrollägare. Mindre ägare blir ofta nöjda när ett bud läggs då deras primära intresse är att göra en god affär på sitt aktieinnehav. Visserligen har även större aktieägare en sådan avsikt med sin investering men de har vanligtvis även andra mål, såsom att utöva inflytande över bolaget. När motåtgärder vidtas i aktieägares intressen torde det i de flesta fall vara med hänsyn till kontrollägarna. Detta beror på att ledningen ofta är tillsatt av dessa samt att en mindre ägare inte i samma mån kan få sin röst hörd.

¹⁰² DI 2000-09-27 *Stenhammars show räckte inte*. DI 2000-09-15 *Ilskna ägare avisade Londonbörsens VD*. Missnöjet bland ägarna ledde till att Londonbörsens verkställande direktör, Gavin Casey, tvingades avgå.

¹⁰³ Bergström m.fl. s 96-97.

4.2 Förebyggande försvar

De försvarsmöjligheter som står till buds för att förhindra ett fientligt erbjudandes framgång kan ta sig många olika uttryck. I det följande avser jag att systematisera olika typer av förebyggande försvar. Jag har valt att indela åtgärderna i fyra huvudgrupper vilka inrymmer en redogörelse för olika försvarsåtgärder tillhörande respektive huvudgrupp. Med användning av en analytisk metod lämnar jag löpande i redogörelsen eller efter varje försvarsåtgärd en kommentar om åtgärdens framgång som förebyggande försvar. Jag vill understryka att kommentarerna inte gör anspråk på att vara uttömmande rättsliga analyser av metoderna och att de inrymmer ett relativt stort mått av egna bedömningar.

På detta stadium med preventivt försvar gäller inte de krav som II.13 NBK/OE uppställer om bolagsstämmans godkännande. Variationsrikedomen är i detta skedet stor och den följande redogörelsen är långt från fullständig. Det finns ett stort utrymme för att modifiera de olika åtgärderna så att de så gott det går skraddarsys efter företagets egna förutsättningar. Självfallet kan olika åtgärder kombineras med varandra.

4.2.1 Försvarsåtgärder genom bolagsordningen

Försvarsåtgärder som vidtas innan ett fientligt bud har lagts, kan ibland vara åtgärder vilka kräver reglering av bolagsordningen. Gemensamt för de motåtgärder som beskrivs i det följande är att bolagsordningen används som instrument för att försvåra ett övertagande av kontrollen av målbolaget. Bolagsordningen, vilken antas av bolagsstämman, är aktiebolagets stadgar och anger de bestämmelser som är individuella för företaget. För att föreskriva om försvarsåtgärder i bolagsordningen krävs i ett existerande företag ändring av bolagsordningen, medan för ett nybildat företag kan de olika metoderna preciseras från början i bolagsordningen.¹⁰⁴ Enligt 9 kap. 30 § ABL är huvudregeln att ett beslut om ändring av bolagsordningen måste fattas av bolagsstämman och måste biträdas av aktieägare med två tredjedelar av såväl de angivna rösterna som de vid bolagsstämman företrädda aktierna. Kravet på kvalificerad majoritet beror på att ändringen i bolagsordningen i vissa fall kan leda till förfång för minoriteten.

¹⁰⁴ Jonsson s 895.

4.2.1.1 Restriktioner vid val av styrelseledamöter

Enligt 8 kap. 6 § och 9 kap. 29 § ABL utses styrelsen i ett aktiebolag av bolagsstämman med relativ majoritet¹⁰⁵. Styrelseledamöternas uppdrag gäller i enlighet med 8 kap. 10 § ABL för den tid som anges i bolagsordningen. Mandatperioden får dock vara högst fyra år i sänder. Uppdraget kan enligt 8 kap. 11 § ABL upphöra i förtid om bolagsstämman med absolut majoritet¹⁰⁶ beslutar det.

För att utöva makt i ett företag kan det vara av väsentlig betydelse att kontrollera styrelsen i företaget. För att hindra en eventuell budgivare från att få kontroll över styrelsen i målbolaget, kan olika restriktioner i bolagsordningen sättas upp vid val av styrelseledamöter. En sådan åtgärd kan vara att införa växelvisa mandatperioder. Styrelsen delas in i olika grupper och bolagsstämman väljer ledamöter till en grupp varje år men aldrig alla samtidigt. Resultatet av att mandatperioderna kommer att överlappa varandra är att det köpande företaget inte kan tillsätta en helt ny styrelse vid en och samma bolagsstämma utan måste vänta på att mandatperioderna för styrelseledamöterna går ut.¹⁰⁷ Denna försvarsmetod är vanligt förekommande men enligt min mening inte särskilt effektiv. En fientlig uppköpare som uppnår majoritet i målbolaget kan nämligen lätt komma runt denna åtgärd genom att på bolagsstämman avsätta ledamöterna i förtid.

Metoden med en omlottstyrelse, eller staggered board som den kallas i den amerikanska doktrinen, har behandlats av AMN i uttalandet 1992:6. Det aktuella företaget, Sandvik aktiebolag, menade att syftet med växelvisa styrelsemandat i bolagsordningen var att tillgodose en kontinuitet i styrelsearbetet för aktieägarnas långsiktiga intressen. Enligt AMN kunde reglerna emellertid ses som ett försvårande moment för en ny stor aktieägare att utöva sin ägarroll och i samband med sitt förvärv påverka styrelsens sammansättning. Nämnden ansåg dock att ett sådant förfarande inte var oförenligt med god sed på aktiemarknaden.

En vanlig motåtgärd för att hindra en fientlig budgivare från att få kontroll över styrelsen, har varit att i bolagsordningen föreskriva om strängare majoritetskrav vid entledigande av styrelseledamöter. Sådana krav kombinerades ofta med regler om omlottstyrelse, vilket innebar en effektiv försvarsåtgärd. En lagändring infördes emellertid 1999 i 9 kap. 28 § st. 2

¹⁰⁵ Med relativ majoritet menas det förslag som fått fler röster än något annat förslag.

¹⁰⁶ Med absolut majoritet menas det förslag som samlat mer än hälften av de avgivna rösterna.

¹⁰⁷ Jonsson s 895.

ABL, som förbjuder publika bolag från att i sådana situationer föreskriva om strängare majoritetskrav i bolagsordningen. Ändringen motiverades av att aktieägarnas möjlighet att när som helst entlediga en ledamot är av stor vikt för att främja en aktiv ägarfunktion i företagen.¹⁰⁸

Styrelseval genom s.k. kumulativ röstning kan vara en alternativ försvarsåtgärd mot ett fientligt erbjudande. Detta skiljer sig från majoritetsval på så vis att en minoritet av aktieägare utser ett antal ledamöter som svarar mot minoritetens andel av det totala antalet företrädade röster på bolagsstämman. Resultatet blir att en ensam innehavare av en större aktiepost själv inte kan tillsätta styrelsen och därigenom få kontroll över bolaget.¹⁰⁹ Genom att införa en sådan bestämmelse i bolagsordningen kan ett visst skydd erhållas vid framförallt partiella bud. Förvärfvas en större del av målbolaget, är åtgärden ineffektiv eftersom det förvärvande företaget till följd av sin majoritetspost ändå kan erhålla kontroll över styrelsen.

Av det anförda framgår att försvarsåtgärder i form av restriktioner vid val av styrelseledamöter inte är särskilt kraftfulla. Varken växelvisa mandatperioder eller kumulativ röstning har en avskräckande effekt på potentiella budgivare. En uppköpare som genom sitt förvärv uppnår majoritet kan lätt avsätta ledamöterna eller åsidosätta minoritetens vilja.

4.2.1.2 Rösträtts-, röstvärdes- och ägandebegränsningar

För att försvåra ett fientligt övertagande kan begränsningar införas i bolagsordningen vad gäller rösträtt, röstvärde och ägande. Vad angår rösträtt stadgas i 9 kap. 5 § ABL att en aktieägare får rösta för det fulla antalet aktier som har äger eller företräder, så länge inte bolagsordningen föreskriver annat. Som en förebyggande åtgärd mot fientliga förvärv kan inskränkt rösträtt införas i bolagsordningen. Med detta menas att samtliga aktieägare endast får rösta för en del av sina aktier. Den inskränkta rösträtten höjer kontrollgränsen så att en budgivare måste förvärva en större del av aktierna än 50 procent för att kunna kontrollera målbolaget.¹¹⁰

Även röstvärdet för vissa aktier kan inskränkas i syfte att förhindra ett fientligt uppköpsförsök. Huvudregeln är enligt 3 kap. 1 § ABL att alla aktier har lika rätt. Avsteg från regeln kan dock göras i bolagsordningen t.ex. angående skillnader mellan olika aktieslag i bolaget, såsom A- och B-aktier.

¹⁰⁸ Johansson m.fl. s 167.

¹⁰⁹ Fällman s 66.

¹¹⁰ Fällman s 67-68. För att ett sådant beslut skall bli giltigt krävs enligt 9 kap. 32 § p 1 ABL att det stöds av aktieägare med 2/3 delar av de avgivna rösterna och 9/10 delar av de vid bolagsstämman företrädade aktierna.

Ingen aktie får ha ett röstvärde som är mer än tio gånger större än röstvärdet för en annan aktie. Röstvärdesdifferentieringen kan vara såväl generell, som i den nyss beskrivna situationen, eller selektiv. Det senare innebär att skillnader i röstvärdet endast används i vissa frågor, t.ex. vid val av styrelse. Differentieringen kan även träda i kraft vid en specifik händelse, såsom ett fientligt erbjudande. Vissa aktier med högre röstvärde kan då enligt 3 kap. 1 § st. 6 ABL konverteras till aktier med lägre röstvärde.¹¹¹

Ett sätt att hindra aktier från att övergå till andra ägare är att i enlighet med 3 kap. 3 § ABL införa en bestämmelse om hembud i bolagsordningen. En hembudsklausul innebär att aktieägarna i målbolaget är berättigade att lösa aktier som övergår till en ny ägare, dvs. en ny aktieägare måste hembjuda de köpta aktierna till målbolagets ägare. Enligt Finansinspektionens föreskrifter får aktiemarknadsbolag inte ha hembudsklausuler i bolagsordningen gällande noterade aktier¹¹². För övriga aktier vilka inte är börsnoterade gäller dock inte denna begränsning. Ett företag kan alltså låta börsnotera ett visst aktieslag, medan andra aktieslag med hembudsskyldighet inte noteras. I ett företag där de röststarka aktierna inte är noterade kan en försvarsmetod som den beskrivna utgöra ett effektivt skydd. Metoden förutsätter dock att övriga ägare i bolaget har finansiell möjlighet att lösa ut de köpta aktierna.

Gemensamt för begränsningarna gällande rösträtt och röstvärde är att dessa kan sättas åt sidan av en fientlig förvärvare. Under förutsättning att förvärvet resulterar i ett tillräckligt stort innehav, kan budgivaren erhålla kontrollen i målbolaget trots begränsningarna. Då kan även dessa ändras i bolagsordningen av det förvärvande företaget.¹¹³ En bestämmelse om röstvärdets begränsning kan dock utgöra ett starkt försvar om endast röstsvaga aktier släpps på aktiemarknaden och de röststarka aktierna kombineras med en bestämmelse om hembud. En förutsättning för åtgärdens effektivitet är dock att övriga aktieägare har möjlighet att lösa in de hembjudna aktierna.

4.2.1.3 Bestämmelser om budplikt och tvångsinlösen

Ett sätt att motverka förvärv av kontrollposter är att i bolagsordningen införa bestämmelser om budplikt och tvångsinlösen. Innebörden av budplikt har redogjorts för i avsnitt 2.2.2.1. Där framgår att det i NBK/OE finns bestämmelser om budplikt, som aktualiseras om den fientliga förvärvaren

¹¹¹ Jonsson s 897.

¹¹² Finansinspektionen: *Föreskrifter (FFFS 1995:43) om inregistrering av fondpapper m.m.* 1 kap. 1 § a.

¹¹³ Eftersom begränsningarna inte skärps ytterligare är det tillräckligt med kvalificerad majoritet enligt 9 kap. 30 § ABL.

uppnår 40 procent eller mer av det totala antalet röster i bolaget. En förvärvare som kommer upp i ett sådant ägande anses normalt ha praktisk kontroll över bolaget. Genom att i bolagsordningen föreskriva om en lägre gräns för budplikt än 40 procent kan ett visst skydd erhållas mot att någon skaffar sig ett väsentligt innehav för att lära känna företaget, innan ett uppköpserbjudande på hela företaget lämnas.¹¹⁴ Om en potentiell budgivare, vilken endast önskar förvärva en kontrollpost, riskerar att bli skyldig att förvärva de övriga aktierna i målbolaget kanske denne avstår från hela affären.

Regler om budplikt i bolagsordningen har prövats av AMN i det förut behandlade uttalandet 1992:6. Sandvik ville införa budplikt i bolagsordningen redan vid 33 1/3 procent av det totala antalet röster. Nämnden anförde att bestämmelsen visserligen kunde ses som ett led i att försvåra ett övertagande av kontrollen i företaget, men den ansågs ändå förenlig med god sed på aktiemarknaden.

En liknande försvarsmetod som budplikt är att införa regler om tvångsinlösen i bolagsordningen. Här åsyftas en klausul som stadgar att minoritetsägare har rätt att få sina aktier inlösta av förvärvaren om denne uppnår en viss procent av aktierna eller rösterna för samtliga aktier i målbolaget.¹¹⁵ Situationen finns lagreglerad i 14 kap. 31 § ABL, där gränsen ligger på 90 procent. Genom att i bolagsordningen föreskriva en betydligt lägre gräns för inlösen uppnås samma effekt som med budplikt, dvs. en avskräckande effekt på förvärvare som endast önskar lägga ett partiellt bud på målbolaget men som riskerar att bli skyldig att förvärva samtliga aktier.

Dessa snarlika åtgärder bedömer jag som relativt starka former av försvarstaktik. Avsikten med denna typ av bestämmelser är att förvärvet skall bli dyrt för det uppköpande företaget då det tvingas lösa in alla aktier i målbolaget. Såväl budplikt som tvångsinlösen tar sikte på partiella bud där den fientliga förvärvaren endast önskar erhålla en kontrollpost. Vore budet totalt har åtgärderna naturligtvis ingen effekt eftersom förvärvarens mål just är att erhålla samtliga aktier i målbolaget.

4.2.2 Försvarsåtgärder genom avtal m.m.

Utmärkande för de följande åtgärderna är att de genom avtal eller genom vissa ägarstrukturer, kombinerat med lojala företagsledning, kan förhindra en fientlig budgivare från att fullfölja sitt bud.

¹¹⁴ Afrell m.fl. s 251.

¹¹⁵ Fällman s 69.

4.2.2.1 Korsvist ägande och stiftelser

Med korsvist ägande menas att två eller flera juridiska personer äger aktier eller andelar i varandra direkt eller indirekt via ett eller flera företag. Ägarstrukturen försvårar för utomstående budgivare att förvärva en kontrollpost eftersom kontrollen i målbolaget ligger hos lojala företag som inte säljer sina aktier till budgivaren. Visserligen kan det korsvisa ägandet varieras något men för att exemplifiera det anförda går det i stora drag till så att målbolaget A äger 20 procent av aktierna i företagen B och C. Företagen B och C äger i sin tur 20 procent av aktierna i de övriga bolagen. Genom detta ömsesidiga ägande har målbolaget A indirekt kontroll över 40 procent av aktierna i det egna företaget. Syftet med ömsesidigt ägande är således att det ger kontroll över bolagen som inte står i proportion till deras aktieinnehav. Genom en överenskommelse mellan de korsvisa företagen kommer de inte utöva den bestämmanderätt som är knuten till aktieinnehavet, utan ledningen i målbolaget får sköta bolaget efter egen vilja. Ägarkonstruktionen medför att försvaret är starkt, vilket inte minst har kommit till uttryck genom det av medierna tilldelade epitetet *hajburen*.¹¹⁶

Ömsesidigt ägande var fram till slutet av 1980-talet mycket vanligt inom svenskt näringsliv. Ett omdiskuterat exempel på korsvist ägande var tidigare ägarstrukturen mellan Volvo, Skanska och Euroc via investmentbolaget Custos. Under mer än 25 år var Volvo-sfären en maktfaktor i näringslivet men i samband med att Volvo sålde av sitt aktieinnehav i Custos avvecklades den korsvisa ägarstrukturen och skyddet mot fientliga förvärv upphörde.¹¹⁷

Ett annat sätt för målbolagets ledning att genom ägande kontrollera en del av företagets aktier och röster är att upprätta en stiftelse, vars uppgift är att förvalta pensions- och löneförmåner till bolagets anställda. Stiftelsen bildas genom att egendom förs över från målbolaget till stiftelsen, i det här fallet aktier i målbolaget.¹¹⁸ Stipulerar stiftelseförordnandet att stiftelsens styrelse skall utses av målbolagets företagsledning, erhålls indirekt kontroll över det egna bolaget. Detta innebär ett effektivt försvar mot fientliga budgivare proportionellt till storleken på stiftelsens aktiepost i målbolaget.¹¹⁹

Redogörelsen visar att olika sorters ägande kan ge ett effektivt skydd mot att fientliga budgivare erhåller en större aktiepost i målbolaget. Ett korsvist

¹¹⁶ Ds I 1986:6 *Ömsesidigt aktieägande mellan svenska börsföretag*, en kartlägningsrapport om s.k. korsvist ägande från Ägarutredningen I 1985:04, s 6-7. Afrell m.fl. s 249.

¹¹⁷ Afrell m.fl. s 249-250.

¹¹⁸ 1 kap. 2 § Stiftelselagen (1994:1220).

¹¹⁹ Jonsson s 902.

ägande ger här ett starkare försvar än stiftelser eftersom ägarstrukturen i det förstnämnda fallet medför oproportionerligt stor kontroll över det egna bolaget. Idag har visserligen nästan allt korsvist ägande upphört, men åtgärden skall inte underskattas som försvarsmetod när det gäller att förhindra ett fientligt uppköp. En väsentlig förutsättning för att åtgärden skall ge ett effektivt skydd är emellertid att det råder solidaritet mellan ledningarna i företagen.

4.2.2.2 Vederlag till avgående befattningshavare

I det svenska näringslivet är det vanligt med s.k. fallskärmsavtal med generösa avgångsvederlag för verkställande direktör och andra ledande befattningshavare. Dessa avtal om gyllene fallskärmar ingås av styrelsen och löses normalt ut om den anställde lämnar företaget. Styrelsens ersättning beslutas av bolagsstämman.¹²⁰ Kompensationsprogrammen motiveras vanligen inte av att de utgör en försvarsåtgärd mot fientliga erbjudanden. Likväl får de en viss försvarseffekt eftersom ett eventuellt förvärv blir mer finansiellt betungande än om de generösa fallskärmsavtalen inte hade ingåtts. Avtalen kan utformas så att vid en viss händelse, t.ex. ett fientligt förvärv av målbolaget, ges de ledande befattningshavarna rätt till generösa vederlag om de lämnar företaget inom en viss tid efter denna händelse. Vederlaget betalas till befattningshavarna oavsett om de lämnar företaget på egen begäran eller blir uppsagda. Målsättningen är att göra målföretaget mindre attraktivt som uppköpsobjekt.¹²¹

Jag anser att de vidlyftiga kompensationsprogrammets effektivitet som försvarsåtgärd kan ifrågasättas. Parterna i ett fientligt förvärv är vanligtvis stora företag vilket medför att företagsförvärvet handlar om omfattande belopp. Eftersom avgångsvederlagens storlek utgör en ringa del av affärens totala värde är det tveksamt att det har någon avskräckande inverkan på en potentiell budgivare. Möjligen kan denna svaga form av försvarstaktik förstärkas om den kombineras med andra motåtgärder.

Det finns även andra tvivel avseende de gyllene fallskärmarnas tillämpning. Genomförs det fientliga förvärvet skulle den nya ledningen i målbolaget kunna jämka avgångsvederlagen enligt 36 § AvtL med motiveringen att de är oskäligt höga. Fällman menar att ett beslut om alltför vidlyftiga avgångsvederlag, som inte kan anses vara marknadsmässiga, även kan anses otillbörligen gynna befattningshavarna i strid med generalklausulerna i 8

¹²⁰ Sedan 1993 måste aktiemarknadsbolag i sin årsredovisning ange alla förmåner för ledande befattningshavare inom bolaget. Se Näringslivets Börskommitté: *Rekommendation rörande information angående ledande befattningshavares förmåner* (1993).

¹²¹ Fällman s 79.

kap. 34 § och 9 kap. 37 § ABL, beroende på om förmånsbeslutet är fattat av styrelsen eller stämman.¹²² Frågan är då om fallskärmsavtalen utformas på bekostnad av målbolaget eller dess aktieägare. Svaret är enligt min åsikt osäkert med tanke på att om vederlaget motiveras ur försvarssynpunkt, kan det vara svårt att påvisa att avsikten var att bereda företagsledningen otillbörlig fördel till nackdel för aktieägarna.

4.2.3 Försvarsåtgärder genom emissioner

Den gemensamma nämnaren för den följande gruppen motåtgärder är att emissioner av olika slag används som medel att förstärka skyddet mot ett fientligt företagsförvärv. Målbolaget kan emittera såväl aktier som konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning av aktier. När det gäller skuldebreven innebär det förstnämnda skuldebrevet att innehavaren har rätt att byta ut sin fordran enligt skuldebrevet mot aktier i bolaget. Det sistnämnda skuldebrevet ger innehavaren rätt att teckna aktier i bolaget mot betalning i pengar, fordran är alltså kvar efter aktieteckningen. Samtliga emissionsbeslut fattas av bolagsstämman såvida inte styrelsen har bemyndigats härtill.¹²³

4.2.3.1 Förändrade emissionsvillkor vid viss händelse

Ett sätt för att förstärka skyddet mot fientliga erbjudanden är att målbolaget ger ut konvertibla skuldebrev och skuldebrev förenade med optionsrätt till nyteckning. Försvarsmetoden vilken kallas för ”giftpillen”, eller poison pills i den amerikanska doktrinen, innebär att innehavaren av skuldebrevet ges vissa rättigheter vid en speciell händelse, såsom fientligt erbjudande. Syftet är att ytterligare öka den finansiella belastningen för en köpare, vilket medför att målbolaget blir mindre attraktivt för fientliga erbjudanden.¹²⁴ Giftpillren delas vanligen upp i olika kategorier, beroende på om de riktar sig mot målbolaget eller det uppköpande företaget.

Den första typen av giftpillen kallas inåtriktade eller flip-in. Ponera att målbolaget i god tid innan budgivaren framträder emitterar skuldebrev förenat med teckningsrättsoptioner till var och en av sina aktieägare. Innehavaren av ett skuldebrev ges rätt att vid en speciell händelse teckna aktier i målbolaget till en förmånlig kurs.¹²⁵ Om den utlösande händelsen är

¹²² Fällman s 79.

¹²³ Se 4 kap.1 § st. 2, 4 kap. 14 §, 4 kap. 15 §, 5 kap. 1 §, 5 kap. 3 §, 5 kap. 8 §, 5 kap. 9 § ABL.

¹²⁴ Jonsson s 901.

¹²⁵ Jonsson s 901-902. Emissionskursen får enligt 5 kap. 1 § st. 3 ABL dock inte understiga aktiernas nominella värde.

att en budgivare vid ett fientligt förvärv uppnår en viss ägarandel, blir åtgärden effektiv genom att alla aktieägare utom den utomstående budgivaren ges rätt till nyteckning av aktier. Detta späder ut budgivarens ägarandel vilket kan resultera i att ett innehav som utgjorde en kontrollpost, efter emitteringen inte längre innebär en maktposition. Har budgivaren redan före förvärvet varit aktieägare i målbolaget kan emellertid försvarsmetoden anses vara kontroversiell ur aktiebolagsrättslig synvinkel. Enligt 5 kap. 2 § ABL har nämligen samtliga aktieägare företrädesrätt att teckna sig för förvärv av skuldebrev. Självfallet vill styrelsen i målbolaget att endast lojala aktieägare skall kunna teckna sig för förvärv. Genom ett bolagsstämmobeslut med kvalificerad majoritet kan visserligen avvikelser ske från företrädesrätten men frågan är om detta är förenligt med principen att alla aktieägare skall behandlas lika. Med stor sannolikhet skulle det stå i strid med generalklausulen i 9 kap. 37 § ABL att gynna vissa aktieägare på bekostnad av andra, varom mera nedan.¹²⁶

Den andra varianten av giftpill är när skuldebrevsinnehavaren, vid händelse av fusion mellan det köpande företaget och målbolaget, ges rätt till nyteckning av aktier till en förmånlig kurs i det köpande företaget. Denna försvarsåtgärd kallas vanligen utåtriktade giftpill eller flip-over, för att den tar sikte på ett annat bolag än målbolaget. Rätten till nyteckning förutsätter då att målbolagets bolagsordning villkorar ett eventuellt fusionsavtal mellan de båda företagen samt att flip-over bestämmelsen iakttas av det köpande företaget.¹²⁷ Eftersom den beskrivna försvarsåtgärden endast gäller vid fusion av företagen och detta är ett mycket ovanligt förfarande i Sverige, är flip-over en sällsynt försvarsåtgärd. Det är dessutom tveksamt om det är möjligt att upprätthålla ett sådant villkor i bolagsordningen som krävs för att metoden skall få effekt.¹²⁸

En metod som bygger på samma modell som vid flip-in är när det i målbolaget finns konvertibla skuldebrev som ger innehavaren rätt att vid ett fientligt erbjudande konvertera skuldebreven till aktier i målbolaget. Även här är syftet med konverteringen att späda ut förvärvarens aktieinnehav. Effekten ligger i att det i emissionsvillkoren finns en bestämmelse om hembud enligt vilken skuldebreven inte får överlätas utan att hembjudas de andra aktieägarna. Hembudsbestämmelsen garanterar att en utomstående fientlig förvärvare får sitt aktieinnehav utspätt vid en konvertering av

¹²⁶ Fällman s 74.

¹²⁷ Bergström m.fl. s 102-103.

¹²⁸ Fällman s 74.

skuldebrevet eftersom förvärvaren inte har några skuldebrev att konvertera till aktier.¹²⁹

Gemensamt för dessa försvarsåtgärder är att de emissionsvillkor som antas av bolagsstämman vid utgivande av skuldebrev, används som instrument för att försvåra ett övertagande av kontrollen i målbolaget. För en potentiell utomstående budgivare kan det bli svårt att överblicka effekterna av inlösen av konvertibler på ägarstrukturen och minoritetsgrupper. En komplicerad kapitalstruktur i målbolaget kan alltså i sig verka avhållande på den som överväger ett uppköp, eftersom det kan vara svårare att förvärva röstmajoriteten under dessa förutsättningar. Försvarsmetoderna innebär även att uppköpet blir dyrare än det hade varit om inte de särskilda emissionsvillkoren fanns, eftersom aktieägarna i vissa fall gör en vinst på uppköparens bekostnad.

De två förstnämnda motåtgärderna påvisar dock vissa brister i sin tillämplighet. Den aktiebolagsrättsliga likhetsprincipen kan som framgått sätta käppar i hjulet för en flip-in bestämmelse genom att ett beslut som strider mot denna princip kan upphävas genom klandertalan i enlighet med 9 kap. 39 § ABL. Frågan är dock vad som gäller om budgivaren över huvud taget inte hade några aktier före det fientliga uppköpet genomfördes. Den lagstadgade företrädesrätten till nyteckning av aktier gäller de aktieägare som innehar skuldebrev. Om skuldebrev har emitterats långt före företagsförvärvet kan inte likhetsprincipen enligt min mening anses vara åsidosatt. Försvarsmetodens effektivitet kan emellertid även ifrågasättas när det gäller dess genomförande. För att försvaret skall vara verkningsfullt krävs att företagsledningen mer eller mindre kontrollerar den grupp aktieägare som besitter skuldebrev. Det måste dessutom vara förbjudet att överlåta teckningsrätterna så att dessa inte kommer i uppköparens händer och omintetgör hela försvaret. För att komma tillrätta med problemet kan den sistnämnda varianten av giftpiller användas, dvs. att en hembudsskyldighet knyts till skuldebrevet.

4.2.3.2 Riktad nyemission till ett annat företag

Om företagsledningen befarar att bolaget är intressant som uppköpsobjekt, kan den föranstalta om nyemission av aktier riktad till ett utomstående företag.¹³⁰ Denna försvarsåtgärd har ett liknande syfte som flip-in, nämligen att späda ut en fientlig förvärvares aktieinnehav. Skillnaden är dock att

¹²⁹ Fällman s 74-75. FFFS 1995:43 innehåller ingen bestämmelse som förbjuder aktiemarknadsbolag från att emittera konvertibla skuldebrev med hembudsbestämmelser.

¹³⁰ Jag avser inte sådant bolag som gör att lag (1987:464) om vissa riktade emissioner i aktiemarknadsbolag, m.m. blir tillämplig.

emitteringen avser aktier och att den riktas till andra än målbolagets aktieägare.¹³¹ I inledningen till denna grupp av försvarsåtgärder nämndes att beslut om nyemission normalt fattas av bolagsstämman. I enligt 4 kap. 2 § ABL har målbolagets aktieägare företrädesrätt till de nya aktierna i förhållande till tidigare aktieinnehav.¹³² I 4 kap. 15 § ABL stadgas dock att stämman kan bemyndiga styrelsen att besluta om nyemission och att företrädesrätten till aktierna kan frångås om stämman beslutar det med kvalificerad majoritet. Bemyndigandet gäller högst ett år.¹³³

Försvarsåtgärden går ut på att styrelsen förbinder målbolaget i ett optionsavtal att, vid händelse av ett försök till fientligt förvärv, genom en riktad nyemission emittera aktier till ett vänligt sinnat företag, i doktrinen kallad vit riddare. Genom en överenskommelse mellan företagen, kommer den vite riddaren inte sälja sitt aktieinnehav till budgivaren. Detta är en variant av korsvist ägande och en förutsättning för att försvaret skall bli effektivt är att det alltså finns ett lojalitetsband mellan företagens ledningar.¹³⁴ För att syftet med att späda ut uppköparens aktieinnehav skall uppnås torde det vara av vikt att de nyemitterade aktierna avser röststarka aktier.

Problemet med försvarsmetoden är dock att II.13 NBK/OE kan förhindra dess tillämpning. Enligt kommentaren till bestämmelsen framgår att ett bemyndigande för styrelsen att besluta om emission inte får utnyttjas annat än i de undantagsfall som framgår av bestämmelsen. Ett försök att kringgå bestämmelsen kan ske genom att styrelsen ingår optionsavtalet i god tid före det fientliga uppköpserbjudandet. Frågan är då om II.13 NBK/OE kan sätta stopp för att optionsavtalet verkställs. Det råder i det läget en konflikt mellan rekommendationen och optionsavtalet. Fortföljer målbolaget avtalet med det andra företaget, bryter målbolaget mot NBK/OE och OM Stockholmsbörsens noteringsavtal och kan då räkna med påföljd. Underlåter styrelsen däremot att verkställa optionsavtalet medverkar den till att målbolaget begår ett avtalsbrott mot den vite riddaren och kan bli skadeståndsskyldigt. Styrelseledamöterna riskerar då även att bli personligen skadeståndsskyldiga i enlighet med 15 kap. 1 § ABL. Vilket som är det korrekta handlings sättet får avgöras i det enskilda fallet.¹³⁵ En sista utväg kan vara att förespråka att åtgärden var så pass brådskande att undantaget i

¹³¹ Fällman s 76.

¹³² Enligt 4 kap. 2 § ABL gäller företrädesrätten vid kontant- och fondemission, dock ej apportemission.

¹³³ Johansson m.fl. s 91-94.

¹³⁴ Afrell m.fl. s 250. Denna försvarsåtgärd skulle även kunna klassificeras som en försvarsåtgärd i avtal.

¹³⁵ Fällman s 77.

rekommendationen var för handen och att försvarsmetoden därmed var tillåten.

Enligt min mening finns det starka skäl som talar för att den diskuterade försvarsåtgärden är tillåten. Ett argument är att styrelsen i målbolaget ingår optionsavtalet långt före det finns anledning att anta att ett fientligt erbjudande är nära förestående. Det faktum att avtalets rättsverkan träder i kraft efter att budet har lagts, borde inte kunna jämföras med en otillåten åtgärd som står i strid med rekommendationen. Dessutom har styrelsen bemyndigats av stämman att fatta beslut om nyemission, en omständighet som inte skall förringas även om styrelsen måhända inte informerade stämman om att syftet med emissionen var att motarbeta ett fientligt erbjudande. Eftersom något generellt riktigt förfarande inte kan fastställas utan måste avgöras från fall till fall, finns det naturligtvis en viss risk att försvarsåtgärden bedöms som otillåten. Samtidigt finns det en lika stor chans att åtgärden är lovlig, vilket innebär att åtgärden kanske förhindrar det fientliga förvärvet. Huruvida målbolagets styrelse är beredd att laborera med sannolikheten av att försvarsåtgärden är tillåten eller inte, får avgöras mot bakgrund av de speciella omständigheterna. Möjligen finns det kanske för målbolaget inga alternativa motåtgärder att vidta och det framstår då som lockande att ingå ett optionsavtal med en vit riddare. Finns det däremot andra valmöjligheter bör en riskaversiv styrelse enligt min åsikt välja ett annat alternativ. För att försvaret skall vara effektivt är det dessutom av största vikt att den vite riddaren verkligen är ett vänskapligt sinnat företag. Går detta företag under falsk flagg kan försvarsåtgärden i värsta fall medföra ett underlättande av det fientliga förvärvet. Risken för detta torde dock vara minimal då brott mot optionsavtalet troligen medför skadeståndsskyldighet för den ”vite riddaren”.

4.2.4 Strukturella försvarsåtgärder

Strukturella försvarsåtgärder kännetecknas av att målbolagets struktur är utformad för att motverka fientliga uppköp. Målbolaget gör sig svåråtkomligt vid fientliga förvärv genom att i förväg förändra sin företagsstruktur, vilket i vissa fall kan medföra att förvärvet stoppas efter ingripanden av myndigheter. De olika metoderna att förändra uppbyggnaden i bolaget kan beslutas av styrelsen i målbolaget såvida inte åtgärden är av särskild betydelse för bolaget och då måste underställas bolagsstämman.

4.2.4.1 Konkurrensrättsligt skydd

Enligt 34 a § Konkurrenslagen¹³⁶ kan Stockholms tingsrätt förbjuda en företagskoncentration om denna skapar eller förstärker en dominerande ställning som väsentligt hämmar en effektiv konkurrens. Ett förbud mot en företagskoncentration innebär att en rättshandling som utgör en del av koncentrationen, t.ex. ett fientligt företagsförvärv, därefter blir ogiltig. Domstolen kan enligt 35 § KL dock inte ogiltigförklara förvärv som har skett på börsen, utan företaget åläggs i stället att avyttra det som har förvärvats. Förvärv som har skett genom ett offentligt erbjudande undantas emellertid inte från bestämmelsen om ogiltighet. Om de skadliga effekterna kan undanröjas genom att t.ex. avyttra en del av företaget, är detta enligt 36 § KL dock ett alternativ till ett totalt förbud mot företagskoncentrationen.

Mot bakgrund av de konkurrensrättsliga bestämmelserna kan ett företag strukturera sin verksamhet så att reglerna ger skydd mot fientliga förvärv. Genom att målbolaget förvärvar företag inom det egna verksamhetsområdet kan det bygga upp en dominerande ställning på en viss marknad. Målbolaget uppnår på detta viset en sådan storlek att ett fientligt förvärv från ett konkurrerande företag inte skulle godkännas av konkurrensrättsliga myndigheter.¹³⁷ Förvärvet kan hindras genom att målbolaget informerar Konkurrensverket om det fientliga erbjudandet, för att verket skall förmå domstolen att i enlighet med 41 § KL interimistiskt förbjuda förvärvet. Ett sådant beslut kan medföra att det fientliga förvärvet inte kan genomföras utan att strida mot II.3 NBK/OE. Bestämmelsen stadgar nämligen att senareläggning av redovisning av likvid eller förlängning av acceptfristen inte får göras utan att köparen gjort särskilt förbehåll härom. Har en sådan reservation gjorts har aktieägarna i målbolaget enligt II.4 NBK/OE möjlighet att återkalla sina accepter till dess att förbehållet har upphört. Ett interimistiskt beslut från domstolen kan således utgöra en effektiv försvarsmetod mot ett fientligt företagsförvärv.

Nackdelen med denna försvarsmetod är att det kan vara kostsamt för målbolaget att förvärva andra företag så att en dominerande ställning uppnås. Bortsett från ett sådant praktiskt hinder, är det enligt min bedömning ändå en effektiv metod att blockera ett försök till fientliga förvärv från företag som konkurrerar på samma marknad, dvs. horisontella företagsförvärv. Försvarsåtgärden har starkast genomslagskraft om ett interimistiskt beslut fattas. Fattas inget sådant beslut finns en möjlighet att domstolen anser att det är tillräckligt att avyttra en del av det förvärvade

¹³⁶ 1993:20. Hädanefter förkortad KL.

¹³⁷ Fällman s 83.

företaget, i stället för att förbjuda hela uppköpet. Om då köparen endast har att sälja den del av målbolagets verksamhet som målbolaget förvärvade i syfte att uppnå en dominerande ställning, kan försvaret avsevärt försämrats om bara köparen är tillräckligt intresserad av målbolaget. Eftersom domstolens bedömning görs efter det fientliga förvärvets fullbordan, kan det köpande företaget inte veta om förvärvet kommer att förbjudas eller om det räcker med att avyttra en del av målbolaget. Köparen kan alltså endast spekulera i vad utgången av bedömningen kommer att bli, vilket gör att förvärvet kan bli en mycket dyr affär om utgången av domstolens bedömning inte blev den önskade.

4.2.4.2 Tillståndspliktig verksamhet

En annan strategisk åtgärd för att förhindra ett fientligt förvärv är att målbolaget driver tillståndspliktig verksamhet. Denna försvarsmetod kallas i doktrinen ”trygg hamn” och innebär att en fientlig förvärvare måste kunna uppfylla vissa lagstadgade villkor för att målbolagets tillstånd inte skall återkallas. Målbolagets önskan är att kraven för tillstånd skall sätta stopp för affären då förvärvaren förhoppningsvis inte uppfyller dem.¹³⁸

Tillståndspliktig verksamhet kan t.ex. vara bank-, försäkrings-, flyg-, krigsmateriel-, eller värdepappersverksamhet. Om målbolaget exempelvis driver den sistnämnda verksamheten kan Finansinspektionen enligt 9 § lagen om värdepappersrörelse¹³⁹, återkalla tillståndet att bedriva värdepappersrörelse om det uppköpande företaget av olika anledningar visar sig olämplig att utöva sådan rörelse. Vidare byts kanske företagsledningen ut efter det fientliga förvärvet och den nya styrelsen och verkställande direktören blir då föremål för Finansinspektionens prövning enligt 2 kap. 1 § p 4 LVR. Speciella kriterier uppställs även för ledningens lämplighet för att erhålla tillstånd till att bedriva verksamheten.

Det är enligt min mening tvivelaktigt om denna metod är användbar i praktiken. För ett bolag som vill skydda sig mot fientliga förvärv finns oftast enklare metoder till hands än att börja bedriva en tillståndspliktig verksamhet. Att ett företag ansöker om flygverksamhet eller bankverksamhet för att försvara sig mot fientliga erbjudanden känns långsökt. Om ett bolag mot all förmodan skulle börja bedriva sådan verksamhet, är det relativt lätt för en fientlig budgivare att avtala med en tredje part om försäljning av den tillståndspliktiga rörelsedelen så fort budet genomförts och därmed undvika försvaret.

¹³⁸ Fällman s 84.

¹³⁹ 1991:981. Hädanefter förkortad LVR.

4.3 Försvar under pågående erbjudande

Vid försvarsåtgärder som vidtas under pågående erbjudande är det av stor betydelse vid vilken tidpunkt tillåtna förebyggande åtgärder kan övergå till att bli otillåtna åtgärder. Ovan i avsnitt 4.1 nämndes att den avgörande tidpunkten för när II.13 NBK/OE börjar gälla är när företagsledningen i målbolaget informerats om det förestående budet eller när ett bud lagts. Att ha informationstillfället som tidsangivelse kan medföra tolkningsproblem om vid vilken tidpunkt budet kom till ledningens kännedom. Kommentaren till II.13 NBK/OE ger dock viss vägledning. Där framgår att informationen kan ske genom att budgivaren upptar förhandlingar med målbolaget eller att informationen lämnas på annat sätt av den tilltänkte köparen eller en behörig företrädare. Lämnas uppköpserbjudandet utan att målbolagets ledning har informerats, utgörs den kritiska tidpunkten av när budet läggs.

Eftersom NBK/OE inte definierar vad som utgör lagt bud, är frågan när det kan anses vara givet. Svaret på frågan har jag delvis redan behandlat i avsnitt 3.1.1, angående vid vilken tidpunkt budgivaren ansågs bunden av sitt uppköpserbjudande. Bedömningen stod mellan att tillmäta avtalsrättsliga principer störst vikt, där jag ansåg att tidpunkten för prospektet var avgörande, eller att låta AMN:s tolkning av NBK/OE vara vägledande. I det senare fallet ansågs offentliggörandet av pressmeddelandet medföra att budgivaren var bunden av sitt erbjudande och det var också denna händelse som jag tillmätte störst betydelse. Detta måste enligt min åsikt även vara den avgörande tidpunkten för när budet kan anses lagt. Hade avtalsrättsliga principer fått fälla avgörandet i ett fall där målbolagets företagsledning inte informerats om budet, hade ledningen annars utan hinder av rekommendationen, kunnat vidta försvarsåtgärder fram till det att prospektet offentliggjorts. Denna slutsats drar jag då ett pressmeddelande med stor sannolikhet inte hade bedömts som ett lagt anbud om företagsförvärv enligt avtalsrätten.¹⁴⁰

Den följande redogörelsen av försvarsåtgärder, som vidtas under det pågående fientliga erbjudandet, följer samma mönster som när preventiva åtgärder behandlades. Åtgärderna är indelade i tre huvudgrupper med tillhörande undergrupper. Till respektive grupp lämnas en kommentar, med egna synpunkter, om försvarsåtgärdens inverkan på det fientliga budet. Till följd av den stora variationsrikedomen när det gäller försvarsmetoder, är inte heller denna redogörelse på något sätt uttömmande och självfallet kan metoderna kombineras med varandra på lämpligt sätt.

¹⁴⁰ Jonsson s 893.

Eftersom syftet med II.13 NBK/OE är att ge aktieägarna i målbolaget det slutliga avgörandet om ett erbjudande skall accepteras eller inte, kan åtgärder vidtagna på detta stadium utan stöd av stämman betraktas som illojala handlingar från företagsledningens sida. Det finns dock möjlighet för företagsledningen att i vissa fall utnyttja försvarsmetoder som är en del av ledningens dagliga verksamhet. I de fall detta är för handen anges det särskilt i redogörelsen nedan. I annat fall utgår jag från att bolagsstämman beslutat sig för att motarbeta erbjudandet för att inte åtgärderna skall vara förbjudna. Hade någon av de följande försvarsåtgärderna vidtagits i preventivt syfte, hade inte bestämmelsen i NBK/OE varit tillämplig.

4.3.1 Försvarsåtgärder genom aktieförvärv

Det karakteristiska för den följande gruppen av försvarsåtgärder mot ett fientligt företagsuppköp är att målbolaget förvärvar aktier i det egna företaget eller i ett annat företag för att inte bli förvärvat.

4.3.1.1 Förvärv av budgivarens aktier

En spektakulär försvarsmetod som kan vidtas under ett pågående fientligt erbjudande är vad som i den amerikanska terminologin kallas Pac-Man-metoden¹⁴¹. Detta avser en åtgärd där målbolaget köper in sig i det budgivande företaget i sådan omfattning att det senare företaget hotas bli övertaget av målbolaget. Målet är att förvärva mer än hälften av rösterna för samtliga aktier i budgivaren så att denne enligt 1 kap. 5 § st. 1 ABL blir dotterbolag till målbolaget.¹⁴² Eftersom dotterbolag i enlighet med 7 kap. 23 § ABL i regel inte får förvärva aktier i sitt moderbolag, förhindras det budgivande företaget från att genomföra det fientliga förvärvet. När väl ett koncernförhållande har uppnåtts är nämligen ytterligare aktieförvärv från dotterbolagets sida ogiltiga.

För att försvarsmetoden skall gå att genomföra krävs det att målbolaget hinner förvärva röstmajoriteten i det budgivande företaget innan målbolaget blir dotterbolag till budgivaren. Målbolaget gynnas av att II.3-4 NBK/OE ger bolaget ett visst rådrum. Acceptfristen på minst tre veckor börjar nämligen inte löpa förrän budgivaren upprättat ett prospekt. Innehåller uppköpserbjudandet villkor som endast budgivaren kan disponera över, har aktieägarna möjlighet att återkalla sina accepter under hela acceptfristen eller till dess att villkoret uppfyllts. Visserligen kan budgivaren under denna

¹⁴¹ Försvarsåtgärden har fått sitt namn efter ett populärt dataspel som går ut på att äta upp motståndaren innan man själv blir uppäten av honom.

¹⁴² Fällman s 80.

tid förvärva aktier i målbolaget utanför uppköpserbudandet, men det ger ändå målbolaget en betydelsefull frist att köpa upp aktier i det budgivande företaget. Aktierna förvärvas genom direkta förhandlingar med budgivarens ägarkrets och över börsen. Målbolaget kan även lägga ett motbud på budgivaren.¹⁴³

En variant av denna försvarsmetod är att målbolaget förvärvar s.k. praktisk röstmajoritet i det budgivande företaget. Med praktisk majoritet menas att målbolaget får ett bestämmande inflytande över budgivaren beroende på ägarstrukturen i det budgivande företaget. Består ägarkretsen av många spridda aktieägare, som normalt inte deltar i bolagsstämman, kan det kanske räcka med 30 procent eller mindre av rösterna för att ge målbolaget makt.¹⁴⁴ Genom att enligt 9 kap. 8 § st. 2 ABL försöka få till stånd en extra bolagsstämma i det budgivande företaget, kan målbolaget avstyra uppköpserbudandet på målbolagets aktier.¹⁴⁵

Pac-Man-metoden ger ett mycket effektivt försvar mot ett pågående fientligt erbjudande. Det faktum att ett fullföljande av erbjudandet kan komma att strida mot ABL och medföra skadeståndsskyldighet för ledningen i det budgivande företaget, innebär att det fientliga förvärvet blockeras helt. En nackdel med försvarsmetoden kan emellertid vara att målbolaget måste ha stora likvida tillgångar för att genomföra åtgärden. Saknas kapital omintetgörs hela försvaret. Möjligen räcker det att målbolaget tillskansar sig praktisk majoritet för att förhindra det fientliga förvärvet.

4.3.1.2 Förvärv av egna aktier

En helt ny metod för att avvärja oönskade uppköpserbudanden är att målbolaget förvärvar sina egna aktier. Detta var fram till mars år 2000 en otillåten åtgärd för ett företag, och mig veterligen har förvärv av egna aktier ännu inte använts i Sverige i försvarssyfte. Bestämmelser om förvärv av egna aktier återfinns bl.a. i 7 kap. ABL och NBK:s rekommendation rörande köp och försäljning av egna aktier (2000). Beslut om dylika förvärv fattas av bolagsstämman eller, efter stämmans bemyndigande, av styrelsen. För att beslutet skall vara giltigt krävs enligt 7 kap. 16 § ABL att det har fattats med kvalificerad majoritet.

Förvärv av egna aktier i försvarssyfte kan varieras på olika sätt. En variant är att målbolaget enligt 7 kap. 7 § p 1 ABL förvärvar egna aktier på börsen.

¹⁴³ Fällman s 80-81.

¹⁴⁴ Johansson m.fl. s 300.

¹⁴⁵ Fällman s 81.

Även generella återköpserbjudanden, där samtliga aktieägare erbjuds att sälja till bolaget, kan fungera som försvar mot uppköp.¹⁴⁶ Ett sådant återköp, som sker direkt från aktieägarna, äger rum utanför börsen och måste enligt 7 kap. 7 § p 3 ABL föregås av ett offentligt förvärvserbjudande.¹⁴⁷ Det är däremot inte tillåtet att förvärva egna aktier genom s.k. riktade återköp där bolaget förvärvar samtliga aktier från en eller flera ägare som byggt upp ett visst aktieinnehav och tillkännagivit sin avsikt att genom förvärv av resterande aktier ta kontroll över bolaget. Enskilda överenskommelser av sådant slag kan medföra risk för utpressningsliknande situationer där bolaget mer eller mindre tvingas att förvärva aktier från en ägare som hotar att ta kontroll över bolaget, s.k. greenmail.¹⁴⁸

När det gäller effekterna av förvärv av egna aktier, kan redan det förhållandet att företaget reducerar sina likvida medel göra bolaget mindre attraktivt som förvärvsobjekt. Ett minskat intresse kan även bero på att återköpet kan medföra att aktiepriset ökar, vilket gör ett fientligt förvärv dyrare. Empiriska studier visar att förvärv av egna aktier resulterar i en positiv kursreaktion på kvarvarande aktier.¹⁴⁹ Förvärv av egna aktier innebär även att tillgången på bolagets aktier minskar på marknaden. Förutom att minskad tillgång höjer priset på aktierna kan det försvåra för en fientlig förvärvare som gärna vill köpa upp alla aktier som finns till försäljning på marknaden.¹⁵⁰

Ett alternativ till att förvärva egna aktier kan vara att träffa en överenskommelse med en vit riddare, dvs. ett utomstående vänligt sinnat bolag, att förvärva aktierna. Detta kan vara tillämpligt i de fall målbolaget själv inte får förvärva egna aktier, t.ex. vid riktade återköp. Den vite riddaren erbjuder sig då att till överkurs förvärva budgivarens aktier i målbolaget om budgivaren redan är aktieägare. Genom en överenskommelse mellan målbolaget och den vite riddaren ersättes denne sedan av målbolaget.¹⁵¹ Överenskommelsen kan även gälla att det associerade bolaget rent allmänt skall köpa upp aktier i målbolaget för att minska tillgången av aktierna och driva upp kursen. Det är enligt min mening möjligt att den förstnämnda transaktionen, riktade återköp, kan ses som ett kringgående av reglerna om förvärv av egna aktier. Detta får avgöras i varje enskilt fall och jag lämnar denna avvägning därhän. Det är även diskutabelt i vad mån

¹⁴⁶ SOU 1997:22 *Aktiebolagets kapital*, s 249.

¹⁴⁷ Prop. 1999/2000:34 *Förvärv av egna aktier*, s 117-118.

¹⁴⁸ Prop. 1999/2000:34 s 61-62.

¹⁴⁹ Skog R: *Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?*, Juridisk Tidskrift (JT), 1995/96:3, s 774. Studien visar på 15 procents kursuppgång vid offentliga uppköpserbjudanden och fyra procents kursuppgång vid återköp på marknaden.

¹⁵⁰ Afrell m.fl. s 253.

¹⁵¹ Jonsson s 905.

målbolaget har rätt att betala en kompensationsersättning till ett utomstående företag. Det skulle kunna stå i strid med bolagets vinstsyfte att målbolaget betalar ett vederlag som inte står i proportion till det erhållna. Även detta är en diskussion som jag inte tänker gå närmare in på.

Inledningsvis nämndes den legala beslutsordningen för förvärv av egna aktier. Frågan är på vems initiativ ett sådant förvärv genomförs i försvarssyfte. Självfallet kan bolagsstämman fatta ett sådant beslut men troligtvis kan även styrelsen besluta om en sådan försvarsåtgärd. Det ingår inte i styrelsens normala verksamhet att föranstalta om en sådan åtgärd utan följer av att den har bemyndigats härtill av stämman. I förarbetet till de nya bestämmelserna framgår att detta inte innebär någon egentlig förskjutning av bestämmanderätten från aktieägarna till styrelsen. Eftersom ett bemyndigande skall ange ramarna för styrelsens beslutanderätt och preciseras på ett visst sätt, är det svårt att påstå att styrelsen vidtar försvarsåtgärden på eget bevåg.¹⁵²

Problemet med att använda förvärv av egna aktier som försvarsåtgärd är att det finns en hel del begränsningar i samband med sådana förvärv. Legala begränsningar finns i 7 kap. 8 och 9 §§ ABL. Dessa bestämmelser stadgar att aktierna endast får förvärvas om full betalning har erlagts för dem och förvärvet inte sker med större belopp än att det efter förvärvet finns täckning för det bundna egna kapitalet i målbolaget. Vid förvärvet måste dessutom hänsyn tas till bolagets likviditet och ställning i övrigt så att det inte står i strid med god affärssed. Ett kraftigt hinder, förutom att likvida medel måste finnas tillgängliga, är att bolaget inte får förvärva egna aktier om innehavet därefter kommer att uppgå till mer än tio procent av samtliga aktier i bolaget. NBK:s rekommendation ställer i sin tur upp ytterligare handelsregler som kan begränsa målbolaget ambition om att förvärvet skall innebära förvar mot fientliga erbjudanden.¹⁵³ De olika begränsningarna hindrar åtgärdens effektivitet som försvar väsentligt. Enligt min åsikt är det största hindret tio-procentspärren. Möjligen skulle målbolaget kunna ta hjälp av en vit riddare som förvärvar aktier överstigande denna procentsats. Troligen hade ett sådant uppköp uppfattats som en kringgåendetransaktion och medfört att aktieköpet inte var giltigt. Mot bakgrund av det anförda anser jag därför att förvärv av egna aktier inte är en direkt stark form av försvarstaktik. Visserligen kan det sätta käppar i hjulet för en fientlig förvärvare, men till följd av de begränsande reglerna torde det inte förhindra förvärvets genomförande helt.

¹⁵² Prop. 1999/2000:34 s 68-69.

¹⁵³ Se Näringslivets Börskommitté: *Rekommendation rörande köp och försäljning av egna aktier* (2000), avsnitt I om förvärvet sker på börsen och avsnitt II om förvärvet sker genom offentligt erbjudande.

4.3.2 Försvarsåtgärder genom avtal

Motåtgärder under pågående erbjudande kan även tillskapas genom avtal. Försvarsåtgärden kan avse såväl avtal som ingås mellan aktieägarna i målbolaget, som avtal med ett utomstående företag.

4.3.2.1 Konsortialavtal och fullmaktsinsamling

Konsortialavtal är avtal mellan aktieägare där vissa frågor regleras, såsom hur förvaltningsbefogenheter och ekonomiska befogenheter skall utövas. Det centrala i ett sådant avtal är röstbindningen där aktieägarna förbinder sig att utöva sin rösträtt enligt överenskommelsen. Avtalet är civilrättsligt bindande för avtalsparterna men juridiskt ovidkommande för bolaget. Genom att samordna sig i ett sådant aktieägaravtal kan aktieägare bilda ett mera inflytelserikt, kanske dominerande, maktblock i associationen.¹⁵⁴ Har ett fientligt uppköpserbjudande lagts fram kan aktieägarkonsortiet förbinda sig att inte sälja sina aktier till det budgivande företaget, vilket kan förhindra att budgivaren erhåller den aktiepost som budet avser. Aktieägarna kan även avtala om att de vid bolagsstämman skall rösta för att försvarsåtgärder skall vidtas. Om konsortiets samlade röstandel ger majoritet på stämman kan den grupp som behärskar konsortiet också behärska stämman. Kontrollen över bolaget ligger alltså hos konsortiets majoritet.

Under förutsättning att tillräckligt många aktieägare kommer överens i ett konsortialavtal att motarbeta det fientliga erbjudandet, skulle ett sådant avtal på ett effektivt sätt förhindra budets framgång. Eftersom avtalet ingås mellan aktieägare anses den vara förenlig med NBK/OE, såvida det inte är företagsledningen som har propagerat för ett sådant samgående. Är ledningen däremot själva aktieägare, kan de i egenskap av ägare ingå i den associerade gruppen och på så vis försöka påverka situationen efter sin vilja.

En liknande försvarsåtgärd som kan vidtas under ett pågående fientligt erbjudande är fullmaktsinsamling i enlighet med 9 kap. 3 § ABL. Detta innebär att de aktieägare som motsätter sig det fientliga erbjudandet samlar in fullmakter från andra aktieägare, som kanske normalt inte är aktiva på bolagsstämman, att rösta för deras aktier. Möjligen kan även företagsledningen delta i insamlingen som en del av den dagliga verksamheten.¹⁵⁵ Lyckas vederbörande med fullmaktsinsamlingen kan detta medföra en stark position på stämman. Försvaret ligger således i att utnyttja aktiernas rösträtt vid stämman och rösta för att försvarsåtgärder skall vidtas

¹⁵⁴ Johansson m.fl. s 289-290.

¹⁵⁵ Jonsson s 906.

eller på annat sätt rösta emot ägare som är positiva till budet. Nackdelen med fullmaktsinsamling är att aktieägare av motsatt ståndpunkt i sin tur kan samla in fullmakter för att ge sina åsikter ökat genomslag på stämman. Detta försvagar fullmaktsinsamlingen som en försvarsåtgärd under pågående bud. I praktiken kan fullmaktsinsamling som försvarsmetod vara svår att genomföra. Insamlingen av fullmakter från enskilda aktieägare kan vara tidskrävande och det är då möjligt att det fientliga erbjudandet hinner genomföras innan tillräckligt många fullmakter har samlats in för att kontrollera stämman. Det kan vidare vara svårt att motivera aktieägarna varför en fullmakt skall ges då uppköpserbjudandet ofta innebär en god affär för dem.

4.3.2.2 Försäljning av målbolagets tillgångar

Ett fientligt erbjudande motiveras ibland av att målbolaget har vissa tillgångar som budgivaren värdesätter högt. En metod för att minska det budgivande företagens intresse för målbolaget kan vara att sälja ut viktiga tillgångar i målbolaget. Metoden anses var särskilt lämplig för företag som besitter högt värderade tillgångar, s.k. kronjuveler.¹⁵⁶ Antingen kan målbolaget helt enkelt sälja ut egendomen till utomstående eller kan det sälja tillgångarna till en vit riddare. Kontraktet med den senare bygger på att målbolaget förbehåller sig rätten att köpa tillbaka tillgångarna om det fientliga budet inte genomförs. En variant av försäljning av målbolagets huvudtillgångar är en s.k. blockerande option.¹⁵⁷ Försvarsåtgärden går till på samma sätt som den nyss beskrivna men med den skillnaden att avtalet mellan målbolaget och den vite riddaren ingåtts före det fientliga budet.

Ur försvarssynpunkt kan det medföra ett starkt skydd mot att ett fientligt bud fullföljs om t.ex. målbolagets fastigheter, dotterbolag eller patent säljs av. Intresset av målbolaget som uppköpsobjekt torde då minska drastiskt. Finns en blockerande option räcker det ofta med att offentliggöra ett sådant optionsavtal för att avskräcka en budgivare från att lägga ett bud på målbolaget. Problemet med försvarsåtgärden är att en utförsäljning skapar överlikviditet i målbolaget som i sig kan verka lockande för en fientlig uppköpare. Detta kan dock elimineras genom att dela ut likvida tillgångar till aktieägarna i målbolaget. En annan svårighet med att sälja av målbolagets huvudtillgångar kan vara dess genomförande. Normalt fattas beslut om försäljning av bolagets tillgångar av styrelsen eller den verkställande direktören. Vid en omfattande försäljning skall ett dylikt beslut däremot överlämnas till bolagsstämman. Frågan är då hur gränsen

¹⁵⁶ Cooke s 238.

¹⁵⁷ Jonsson s 905.

skall dras mellan när försäljningen ligger inom ledningens kompetensområde och när beslutet skall hänskjutas till stämman. En sådan gränsdragning behöver emellertid inte göras då försäljning av målbolagets tillgångar som försvarsåtgärd omnämns särskilt i kommentaren till II.13 NBK/OE. Där framgår att ledningen inte får fatta beslut om försäljning utan bolagsstämmans godkännande. Företagsledningens beslut att realisera tillgångar kan därför, förutom att strida mot NBK/OE, medföra skadeståndsskyldighet för styrelseledamöterna och verkställande direktören enligt 15 kap. 1 § ABL om målbolaget skadas av beslutet.

4.3.3 Kommersiella försvarsåtgärder

I det följande avser jag att redogöra för ett par motåtgärder som kan vidtas under pågående erbjudande och som jag klassificerar som kommersiella strategier. Gemensamt för de följande försvarsmetoderna är att de har ett visst inslag av ekonomiska överväganden och att metoderna syftar till att påverka aktiemarknadens uppfattning om målbolagets eller det budgivande företags aktier. Vidare kan ledningen i målbolaget vidta dem inom ramen för sin dagliga verksamhet.

4.3.3.1 Offentliggörande av positiv information

En metod för att hindra ett fientligt buds framgång är att målbolagets ledning offentliggör positiv information om målbolaget. Syftet är att maximera aktiekursen och på så vis göra företagsuppköpet dyrare för det budgivande företaget. Denna försvarsmetod är lämplig i företag med lågt värderade tillgångar vilket i sin tur medför att även aktierna är undervärderade.¹⁵⁸ Korrigering av de låga värdena kan ske genom att företagsledningen skriver upp tillgångarna i balansräkningen till en värdering enligt marknadsvärdet. När sedan informationen offentliggörs resulterar det i att marknaden värderar upp bolagets aktier.¹⁵⁹ Förutom att fördyra uppköpsaffären för det budgivande företaget kan en strategi av dylikt slag medföra positiv reaktion hos målbolagets aktieägare. Eftersom kursen på deras aktier stiger är det möjligt att de anser sig göra en bättre affär på att vara ägare i målbolaget än vad uppköpsaffären innebär.

Problemet med att offentliggöra positiv information i försvarssyfte är att det sannolikt inte verkar speciellt avhållande för budgivaren att fortgå med sitt erbjudande. Ledningen i målbolaget kan med all rätt kritiseras för att de har dolt företagets rätta värde och inte justerar upp värdet förrän deras egna

¹⁵⁸ Afrell m.fl. s 250-253.

¹⁵⁹ Cooke s 233-234.

positioner hotas. Detta medför att trovärdigheten av den offentliggjorda informationen kan ifrågasättas. För att utgöra en effektiv försvarsåtgärd borde det vidare krävas en påtaglig uppvärdering av målbolagets aktier för att det inte endast skall utgöra en marginell ökning av budets totala värde. Enligt min åsikt är det svårt för målbolaget att endast genom offentliggörande av positiv information höja aktiekursen tillräckligt mycket för att förhindra att förvärvet genomförs. Dessutom borde krävas att informationen offentliggörs fortlöpande för att få avsedd effekt.

4.3.3.2 Offentliggörande av negativ information

Istället för att offentliggöra positiv information om det egna bolaget, kan ledningen i målbolaget välja att offentliggöra negativ sådan om det erbjudande företaget. Denna strategi har stora likheter med den förra försvarsåtgärden men dess resultat blir helt det motsatta. Syftet är att åstadkomma en kurssänkning i det budgivande företags aktier. Detta kan uppnås genom att målbolaget kritiserar budgivaren, vilket även kan resultera i att hela uppköpserbjudandet undermineras. Kritiken kan riktas såväl mot budgivarens företagsledning som mot aktierna i det budgivande företaget. Den förstnämnda kritiken kan medföra att ett ordkrig bryter ut mellan de båda företagens ledningar om vem som är mest lämpad att leda målbolaget. Kritiken i det sistnämnda fallet är särskilt lämplig om det fientliga budet är ett utbyteserbjudande där vederlaget utgörs av aktier i budgivaren. Ett fientligt erbjudande läggs oftast fram när målbolagets aktier är lågt värderade och det budgivande företags aktier är högt värderade. Företagsledningen i målbolaget kan då försöka påvisa att priset på budgivarens aktier är orealistiskt och att det inte kommer att vidmakthållas på den nivån. Ledningens önskan är här att målbolagets aktieägare ska bli mindre benägna att byta ut sina aktier i målbolaget mot aktier i det budgivande företaget när aktiekursen sjunker och affären då framstår som ogynnsam på lång sikt.¹⁶⁰

När det gällde OM:s fientliga erbjudande på Londonbörsen, försvarade sig LSE mot budet genom att ifrågasätta dess värde på omkring 15 miljarder kronor. LSE ansåg att erbjudandet var ett försök att köpa börsen till underpris, huvudsakligen genom att använda nytgivna OM-aktier vilka enligt LSE hade ett osäkert värde. Londonbörsen menade att aktien var övervärderad och betvivlade uthålligheten i OM:s aktiekurs. Enligt min mening var detta inte helt obefogad kritik då OM-kursen trots allt föll 35 procent från buddagen till sista dagen för accept den 10:e november 2000. LSE uttryckte även missnöje över att den erbjudna ägarandelen på 33

¹⁶⁰ Afrell m.fl. s 254.

procent i OM var för liten. OM anklagade i sin tur LSE för att genom informationen skapa misstro mot OM:s dåvarande aktiekurs. Dessutom kritiserades ledningen i LSE för att rent allmänt vara ”fullkomligt usel”.¹⁶¹

Offentliggörande av negativ information är en ineffektiv försvarsåtgärd av samma orsaker som när positiv information offentliggörs. För att offentliggörandet skall få en blockerande effekt på det pågående erbjudandet krävs att den negativa informationen offentliggörs kontinuerligt och medför att aktiekursen i budbolaget faller markant. Eftersom ledningen i målbolaget är i en utsatt situation och gärna ser till sin egen position kan dessutom trovärdigheten i ledningens uttalanden ifrågasättas.

4.4 Sammanfattning

För att ett uppköpserbjudande skall klassificeras som fientligt skall företagsledningen i målbolaget motsätta sig erbjudandet. Missnöjet med det fientliga budet yttrar sig då ofta i att ledningen försöker vidta olika försvarsåtgärder för att förhindra att ett företagsförvärv kommer till stånd. Har styrelsen eller verkställande direktören i målbolaget informerats om ett förestående uppköpserbjudande hindrar II.13 NBK/OE ledningen från att agera på ett sätt som äventyrar erbjudandets avgivande eller vidhållande. Det är däremot tillåtet att vidta åtgärder om bolagsstämman har givit sitt samtycke därtill eller om situationen är brådskande så att samtycke inte hinner inväntas. Detsamma gäller om ledningen företar motåtgärder som en del av deras dagliga verksamhet. Det är även tillåtet för en förutseende företagsledning att vidta försvarsåtgärder i preventivt syfte för att försvåra för ett framtida uppköpserbjudande att bli framgångsrikt. Av detta följer att det är viktigt att skilja på förebyggande försvarsåtgärder vilka vidtas och verkar innan ledningen har informerats om budet, och försvarsåtgärder som vidtas och verkar under pågående bud.

När det gäller försvarsåtgärder som vidtas i preventivt syfte är det främst ABL som sätter ramarna inom vilka styrelse och verkställande direktör måste handla. Detta gäller alla grupper av försvarsåtgärder utom de strukturella metoderna, och enligt min mening lämnar ABL ett betydande utrymme till förebyggande försvarsåtgärder. De strukturella motåtgärderna regleras av KL eller speciella tillståndslagar vilka inte direkt begränsar ledningens handlingsutrymme utan i stället utnyttjas i försvarssyfte mot det erbjudande företaget. Dessa försvarsstrategier kan ge ett effektivt försvar då

¹⁶¹ DI 2000-09-27 *Stenhammars show räcker inte*. DI 2000-10-18 *OM trappar upp striden om Londonbörsen*. Syds. 2000-09-26 *Londonbörsen sågar OM:s bud*. SDS 2000-10-07 *New York lägger inget bud på LSE*.

det fientliga budet förbjuds av myndigheterna. Jag anser att det däremot kan finnas praktiska hinder för målbolaget att använda sig av strukturella metoder då det inte minst är mycket kostsamt att uppnå en dominerande ställning på marknaden eller förvärva en tillståndspliktig verksamhet.

Praktiska hinder av sådant slag finns emellertid inte när försvarsåtgärder vidtas genom bestämmelser i bolagsordningen. En effektiv åtgärd är när bestämmelser om budplikt eller tvångsinlösen skrivs in i bolagsordningen. Ett partiellt bud får här starkt motstånd att lyckas, då det blir dyrt för en budgivare att lösa in samtliga aktier i målbolaget vilket måste göras även om detta inte var avsikten med budet. Röstvärdesbegränsningar kan också ge ett effektivt skydd om endast röstsvaga aktier noteras på börsen. Skyddet blir ännu starkare om en hembudsskyldighet åligger en förvärvare och den övriga ägarkretsen har likvida medel att lösa in de förvärvade aktierna. Övriga åtgärder i samma huvudgrupp är svagare former av försvar och kan åsidosättas av en förvärvare som uppnår en större aktiepost.

När det gäller försvarsåtgärder genom avtal m.m. ger ett korsvist ägande ett mycket kraftfullt försvar mot en fientlig budgivare. Detta beror på att när det gäller fientliga uppköp drar samtliga parter i det ömsesidiga ägandet fördel av en sådan ägarstruktur och det är därför i allas intresse att vara lojala mot de övriga ägarna. Resultatet är att målbolaget får oproportionerligt stor kontroll över det egna bolaget. Försvar genom stiftelser ger inte ett lika starkt skydd då kontrollen vid sådant ägande står i proportion till aktieposten i målbolaget. Vad gäller avtal om vidlyftiga kompensationsprogram till ledande befattningshavare i målbolaget, ökas visserligen kostnaden något för det fientliga budet men ger enligt min mening näst intill ett obefintligt skydd mot ett uppköpserbjudande.

Förebyggande försvar kan även uppnås genom att målbolaget emitterar aktier eller olika slags skuldebrev. I det sistnämnda fallet är det emissionsvillkoren som utgör försvaret mot ett fientligt bud då villkoren ändras vid en viss händelse. Detta är avancerade metoder för att späda ut en uppköparens ägarandel. Såvida inte aktiebolagsrättsliga principer om likhet mellan aktieägare hindrar en bestämmelse om flip-in, kan detta ge en avskräckande effekt på en potentiell budgivare då utspädningseffekten medför att det blir dyrare för förvärvaren att erhålla kontrollen i målbolaget. Även skuldebrev förenade med hembudsskyldighet ger ett verkningsfullt skydd mot en utomstående förvärvare, tack vare att ägarandelen späds ut. De ökade kostnaderna för budgivaren medför nämligen att initialbudet måste höjas vilket minskar sannolikheten för att förvärvet kommer genomföras. En liknande försvarsstrategi är att målbolaget i ett avtal med en vit riddare,

förbinder sig att emittera aktier till detta bolag vid händelse av ett försök till fientligt förvärv. Åtgärden är kontroversiell då det är osäkert om den är förenlig med II.13 NBK/OE. Under förutsättning att målbolaget vågar riskera att agera i strid med denna regel, kan utspädningseffekten ge skydd mot ett fientligt uppköp.

Försvarsåtgärder som vidtas under pågående erbjudande är färre till antalet än de som kan vidtas i preventivt syfte. Detta kan bero på att det är svårare att försvara sig på detta stadiet. Visserligen kan de preventiva åtgärderna, med bolagsstämmans samtycke, även vidtas under pågående erbjudande men då flera av dem inte vidtas i en handvändning hinner de inte få den försvarseffekt som åsyftas. En kategori av motåtgärder under pågående erbjudande är de som vidtas genom aktieförvärv. Har målbolaget tillgång till stora mängder kapital kan målbolaget försvara sig genom att förvärva budgivarens aktier. Denna metod är enligt min åsikt klart överlägsen övriga försvarsåtgärder som vidtas under pågående erbjudande. Förvärvar målbolaget aktier i det budgivande företaget i sådan mån att det senare bolaget blir dotterbolag, blockeras det fientliga förvärvet definitivt. En annan försvarsmetod som vidtas genom aktieförvärv är att målbolaget förvärvar egna aktier. Ett sådant förvärv kan göra målbolaget mindre attraktivt genom att såväl målbolagets aktier som dess likvida medel minskar, samtidigt som aktiekursen stiger. Till följd av begränsningar i lag och självreglering för hur förvärv av egna aktier får ske, blir dock försvarsmetodens effektivitet kraftigt beskuren och förvärven torde inte förhindra det fientliga budets genomförande.

När det gäller försvarsåtgärder i avtal är konsortialavtal och fullmaktsinsamling sådana åtgärder som typiskt sett även kan vidtas i preventivt syfte. Ett konsortialavtal kan innebära en stark maktkoncentration och finns det regler i avtalet om röstbindning och att parterna inte skall sälja sina aktier till budgivaren, kan genomförandet av ett fientliga erbjudande hindras på ett verksamt sätt. En fullmaktsinsamling kan ge en liknande effekt då målet även i en sådan situation är att kunna behärska bolagsstämman för att driva igenom sina beslut. Försvaret försvagas dock av att insamlingen dels är tidskrävande, dels kan motivera aktieägare av motsatt ståndpunkt att samla in fullmakter som istället stöder de sistnämndas åsikt. Den sista försvarsmetoden i denna kategori är försäljning av målbolagets huvudtillgångar. Syftet är att minska budgivarens intresse för målbolaget, vilket kan bli särskilt effektivt om det just är dessa tillgångar som motiverar budet. Metoden kan dock vara tämligen riskfylld då det trots allt måste vara meningen att verksamheten i målbolaget skall kunna fortgå även efter att

tillgångarna försvunnit. Försvarsåtgärden skulle annars kunna strida mot bolagets verksamhetssyfte och därmed även mot aktiebolagsrättsliga regler.

Slutligen finns ett par motåtgärder som närmast kan beskrivas som kommersiella. Här kan dolda övervärden hos lågt värderade tillgångar skrivas upp i målbolagets balansräkning. Målsättningen är att aktiekursen skall maximeras när den positiva informationen kommer ut på marknaden, vilket medför att målbolagets värde ökar. Visserligen fördyras det fientliga förvärvet men troligtvis inte tillräckligt för att få en avhållande effekt på det erbjudande företaget. En snarlik försvarsmetod men med motsatt effekt är att offentliggöra negativ information om budgivaren. Kritiken av det erbjudande företaget syftar till att sänka aktiekursen på det budgivande företagens aktier och på så vis försvaga det fientliga erbjudandet. För att åtgärden skall få någon hindrande effekt krävs att kursen på budgivarens aktier faller kraftigt och eftersom detta kan vara svårt att uppnå är det lätt att inse att även detta är en svag form av försvarstaktik.

Avslutningsvis vill jag framhålla att det främsta försvaret mot fientliga uppköp torde vara hur det svenska näringslivet är strukturerat i allmänhet, dels med koncentrerat ägande, dels med lojalitet mellan företagen. Detta kan inte räknas till försvarsåtgärder i traditionell mening då det inte är åtgärder som vidtas av målbolaget i försvarssyfte. Det skall dock inte förbises då det trots allt är de främsta orsakerna till det låga antalet fientliga företagsförvärv i Sverige. En annan sak är sedan om ett målbolag försöker förstärka dessa effekter genom att t.ex. införa röstvärdesdifferentiering i bolagsordningen eller att skapa en ägarstruktur med korsvist ägande mellan lojala företag.

5 Avslutning

I uppsatsen har jag efter hand försökt behandla de inledningsvis angivna syftena. Jag anser att det ändå här är på sin plats att kort kommentera några av de olika spörsmålen, samt att dra några generella slutsatser.

Flera rättsliga frågor om fientliga företagsförvärv och försvarsåtgärder har varit föremål för diskussion i arbetet. Kapitel tre berörde huvudsakligen det erbjudande företaget angelägenheter. Här framkom att företagsförvärv genomförs med en rad olika motiv. Ofta gör flera motiv sig gällande i ett och samma förvärv och motiven kan även komma att förändras under den tid förvärvet genomförs. En grundläggande drivkraft till varför fientliga bud läggs, är att det budgivande företaget vill ta kontrollen över målbolaget. En maktposition uppnås om budgivaren erhåller ett aktieinnehav i målbolaget som är tillräckligt stort för att kontrollera bolagsstämman och därmed även företagsledningen. Uppnås detta mål kan förvärvaren sedan utnyttja målbolaget enligt andra avsikter, såsom i strukturella eller finansiella syften.

När det fientliga erbjudandet skall genomföras är det av stor vikt för det budgivande företaget att välja en effektiv anfallsmetod, så att syftet med det fientliga budet uppnås. Beroende på de bakomliggande drivkrafterna kommer det budgivande företaget sträva efter att uppnå en viss nivå på sitt innehav. Budgivaren måste då välja mellan att lägga ett totalt eller partiellt bud. Vidare kan budgivaren välja mellan att i förväg förhandla med aktieägare i målbolaget, eller att lägga fram budet oförmedlat efter att successivt ha förvärvat målbolagets aktier på marknaden. Även valet av vederlagsform räknas till förvärvsmetoderna då effekterna blir olika beroende på om vederlaget utgörs av värdepapper eller kontanter.

Kampen om kontrollen i målbolaget är en central problemställning i samband med ett fientligt uppköpserbjudande. Kampens deltagare är således på den ena sidan de potentiella övertagarna och på den andra sidan målbolagets företagsledningen och aktieägare som motsätter sig budet. Kampen om kontrollen kan resultera i negativa konsekvenser för målbolaget såsom skuldsättning, då vissa försvarsåtgärder mot det fientliga budet innebär en kraftig ekonomisk belastning för målbolaget. Vidare suger striden kraft ur företagsledningen och föranleder utgifter till rådgivningsindustrin. Ändå är dessa bataljer ett sundhetstecken i näringslivet. Resulterar kampen i att det fientliga erbjudandet genomförs kan det medföra positiva effekter för målbolaget såsom förnyat liv och aktivitet i verksamheten. Det främjar dessutom en effektiv konkurrens på marknaden.

Det som främst talar för ett fientligt företagsförvärv anser jag vara att en slumrande företagsledning byts ut. Sköts målbolaget på ett ineffektivt sätt kan redan ledningens rädsla av att ett fientligt bud läggs på bolaget, medföra att ledningen tvingas sköta bolaget i enlighet med aktieägarnas vilja.

De motåtgärder som företagsledningen i målbolaget vidtar mot ett fientligt bud kan rangordnas från svaga till kraftfulla. Svaga åtgärder innebär enbart att budgivaren tvingas rekonstruera sitt erbjudande, utan att egentligen förhindra förvärvet. Avsikten med dessa åtgärder torde vara att ledningen vill vinna tid för att i ett senare skede sätta in mer effektivt försvar. Kraftfulla försvarsmetoder blockerar köpet, vilket medför att målbolaget behåller sin tidigare ägarstruktur och den existerande företagsledningen behåller sina befattningar. Störst effekt bland de preventiva motåtgärderna har korsvist ägande vilket bildar en ogenomtränglig mur för fientliga budgivare. Även röstvärdesbegränsningar är en kraftfull försvarsåtgärd om endast röstsvaga aktier släpps på aktiemarknaden och de röststarka aktierna är belagda med en hembudsklausul. Av åtgärderna som vidtas under ett pågående erbjudande är förvärv av budgivarens aktier den starkaste formen av försvarstaktik, en åtgärd som omöjliggör budets genomförande.

Vanligtvis gynnas målbolagets aktieägare av ett uppköpserbjudande, då dessa erbjuds överkurs för sina aktier. Det kan då förefalla mindre lämpligt att vidta försvarsåtgärder, i vart fall de med blockerande verkan. Det är nämligen ovanligt att målbolaget, efter att ett fientligt bud avstyrt, får en utveckling på sina aktier som överstiger vad aktieägarna hade erhållit om förvärvet genomförts. Ägarkretsen kan därför gynnas av svaga motåtgärder som tvingar budgivaren att omformulera sitt bud, t.ex. att förbättra villkoren för budet. Det skulle således vara till aktieägarnas fördel om företagsledningen hade befogenhet att även under ett pågående erbjudande tillämpa försvarsmetoder vilka höjer priset på målbolagets aktier, men utan att det hindrar budgivaren från att genomföra sitt erbjudande. För att detta skall vara möjligt i praktiken måste aktieägarnas och ledningens intressen sammanfalla. Företagsledningen prioriterar emellertid ibland att leda företaget och öka sin egen nytta, än att maximera aktiekursen. Det är därför av stor vikt att det finns tydliga regler för ledningens handlingsutrymme så att inte försvarsåtgärder utnyttjas i ledningens egenintresse. Såväl den børsrättsliga självregleringen som det aktiebolagsrättsliga regelverket, tillsammans med övrig lagstiftning är således ett rättesnöre som hindrar målbolagets ledning från att exploatera aktieägarnas tillgångar. När det gäller förebyggande försvarsåtgärder anser jag att reglerna inte begränsar ledningens handlingsförmåga i större utsträckning. Däremot sätts snävare

ramar när försvarsåtgärder vidtas under pågående bud, såvida inte bolagsstämman lämnat sitt samtycke till åtgärderna.

Behovet av försvarsåtgärder kommer enligt min mening att öka i framtiden. Detta beror på att fientliga erbjudanden troligtvis kommer att bli vanligare på aktiemarknaden. Visserligen utmärks svenska bolag av ett starkt koncentrerat ägande och att lojalitet råder mellan företagen på marknaden. Till följd av att utlänningsförbehållet upphävdes 1992 och då marknaden över lag blir mer internationell, kan en ökning av antalet fientliga bud ändå förväntas framöver. Aktiemarknadens struktur kommer även fortsättningsvis att utgöra det främsta skyddet mot fientliga uppköp, men sannolikt kommer behovet av nya avancerade försvarsåtgärder att öka i motsvarande mån som de fientliga buden.

Hur gick det då för inspirationskällan till min uppsats, dvs. OM:s fientliga erbjudande på Londonbörsen? Uppköpserbjudandet, vilket för övrigt var det första fientliga budet någonsin mot en börs, genomfördes inte. Endast 6,7 procent av ägarkretsen accepterade slutligen budet. Anledningen till varför budet inte accepterades av LSE:s aktieägare kan jag bara spekulera kring. Enligt min åsikt vidtogs inga effektiva försvarsåtgärder av LSE som dömde ut budet att lyckas. Åtgärderna, vilka främst utgjordes av offentliggörandet av negativ information om OM, var av den svagare formen av försvarstaktik. Enligt min åsikt berodde misslyckandet istället på att budets värde var för lågt. Priset var helt enkelt inte rätt med tanke på att Londonbörsen är Europas främsta och världens tredje största börs. OM menade att det i första hand inte var köpesumman som skulle få ägarna att tacka ja, utan de framtida vinster som ny teknik skall generera. Den viktigaste förutsättningen för att locka aktieägarna att acceptera budet var då att vinna aktieägarnas förtroende. OM misslyckades dock med att övertyga aktieägarna om att OM:s ledning och teknologi var gynnsam för dem i det långa loppet, och affären gick därför i stöpet.

Käll- och litteraturförteckning

Litteratur

Abrahamsson O, Lundius A, Lundvall S, Pettersson P, Schött A: *EGs bolagsrätt i svensk översättning*, Allmänna förlaget, Stockholm 1991.

Afrell L, Klahr H, Samuelsson P: *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, Norstedts Juridik AB, Stockholm 1998, 2:a upplagan.

Bergström C, Rydqvist K: *Marknaden för företagskontroll*, SNS Förlag, Stockholm 1992.

Blank M.V, Greystoke A.L, Weinberg M.A: *Weinberg and Blank on take-overs and mergers*, Sweet & Maxwell, London 1999, 5:e upplagan.

Cooke T.E: *Mergers and Acquisitions*, Basil Blackwell, Oxford 1986.

Fällman A: *Motåtgärder vid företagsförvärv*, SOU 1990:1 Företagsförvärv i svenskt näringsliv – Expertrapport från ägarutredningen, bilaga två.

Johansson S, Nial H: *Svensk associationsrätt i huvuddrag*, Norstedts Juridik AB, Stockholm 1998, 7:e upplagan.

KPMG: *Skattehandboken 1999*, Kristianstads Boktryckeri AB, Kristianstad 1999.

Kristiansson B: *Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år*, Juristförlaget, Stockholm 1996.

Moberg K, Samuelsson P: *Börsrätt*, Norstedts Förlag, Stockholm 1989.

Schaumburg-Muller P, Werlauff E: *Unionsretlige selskabs- og börsregler*, Jurist- og Ökonomforbundets Forlag, Danmark 1995.

Öster A: *Styrelsens ansvar vid fientliga företagsförvärv*, Juristförlaget, Stockholm 1992.

Offentligt tryck

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

SOU 1997:22 *Aktiebolagets kapital*.

Ds I 1986:6 *Ömsesidigt aktieäggande mellan svenska börsföretag*, en kartläggningsrapport om s.k. korsvist ägande från Ägarutredningen I 1985:04.

Prop. 1999/2000:34 *Förvärv av egna aktier*.

Tidskriftsartiklar

Jonsson T: *Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv*, Juridisk Tidskrift (JT) 1996-97:4.

Norberg C: *Börsens inregistreringskontrakt – en speciell form av avtal*, Handelsrättslig skriftserie nr 13, 1999.

Skog R: *Aktiebolags förvärv av egna aktier – är det dags att ompröva förbudet?*, Juridisk Tidskrift (JT), 1995/96:3.

Skog R: *Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*, Nordisk tidsskrift för selskabsret, juli 1999:2.

Tidningsartiklar och pressmeddelande

Dagens Industri (DI) 1995-09-13 *Fientligt Assi- bud erövrar Hasselfors; Storägare säger ja till 265 kr per aktie*.

Dagens Industri 1995-10-25 *Assidomän betalar 120 Mkr i extra skatt*.

Dagens Industri 1996-04-02 *Kanthal börsvinnare efter Sandvik-bud*.

Dagens Industri 1996-05-08 *Fientligt Trygg-bud på Wasa*.

Dagens Industri 1996-05-10 *Lars Rosén andas ut: Wasas stämma nobbade Trygg*.

Dagens Industri 1997-06-14 *Cirkus Trustor är över, Sandvik tar hem spelet*.

Dagens Industri 1997-09-02 *Budet på ICB för lågt.*

Dagens Industri 1997-09-03 *Frontline ger sig inte.*

Dagens Industri 1999-06-30 *Norska Frontline leder kampen om ICB.*

Dagens Industri 1999-10-19 *Fredriksen flyttar ICB från Stockholm.*

Dagens Industri 2000-09-15 *Dragkampen om Allgon fortsätter.*

Dagens Industri 2000-09-15 *Ilskna ägare avvisade Londonbörsens VD.*

Dagens Industri 2000-09-27 *Stenhammars show räcker inte.*

Dagens Industri 2000-10-11 *LGP måste betala småspararna kontant.*

Dagens Industri 2000-10-17 *Delseger för Remec.*

Dagens Industri 2000-10-18 *OM trappar upp striden om Londonbörsen.*

OM Gruppen AB: *OM Gruppen lägger bud på London Stock Exchange,*
Pressmeddelande 2000-08-29.

OM Gruppen AB: *OM presenterar budet på London Stock Exchange,*
Pressmeddelande 2000-09-11.

Sydsvenska Dagbladet (SDS) 2000-09-26 *Londonbörsen sågar OM:s bud.*

Sydsvenska Dagbladet 2000-10-07 *New York lägger inget bud på LSE.*

Sydsvenska Dagbladet 2000-10-14 *OM höjer budet på Londonbörsen.*

Rekommendationer, föreskrifter och avtal

Finansinspektionen: *Föreskrifter (FFFS 1995:43) om inregistrering av
fondpapper m.m.*

Näringslivets Börskommitté: *Rekommendation rörande information
angående ledande befattningshavares förmåner (1993).*

Näringslivets Börskommitté: *Rekommendation rörande köp och försäljning
av egna aktier (2000).*

Näringslivets Börskommitté: *Rekommendation rörande offentliggörande vid förvärv och överlåtelse av aktier m.m.* (1994).

Näringslivets Börskommitté: *Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv* (1988).

Näringslivets Börskommitté: *Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv* (1999).

OM Stockholmsbörsen: *Noteringsavtal* (1999).

EG-direktiv

Ändrat förslag till Europaparlamentets och rådets trettonde direktiv (97/C 378/09) om bolagsrätt vad avser övertagandebud.

Aktiemarknadsnämndens uttalande

1992:2

1992:6

1994:4

2000:20

Rättsfall

NJA 1985 s 343

Muntlig information

Liljedahl Nils, statistikavdelningen på OM Gruppen AB, 2000-10-13.