



JURIDISKA FAKULTETEN
vid Lunds universitet

Jakob Wijkander

Försvarsåtgärder vid fientliga bud

Examensarbete
20 poäng

Handledare
Torsten Sandström

Aktiebolagsrätt/Börsrätt

VT 2006

Innehåll

SAMMANFATTNING	1
FÖRORD	3
FÖRKORTNINGAR	4
1 INLEDNING	5
1.1 Bakgrund	5
1.2 Syfte och frågeställningar	5
1.3 Metod och material	6
1.4 Avgränsningar	7
1.5 Disposition	8
2 RÄTTSEKONOMI OCH EKONOMISK TEORI	11
2.1 Inledning	11
2.2 Principal agentteorin	12
2.2.1 Rättsekonomis antaganden	12
2.2.2 Informationsasymmetri	12
2.2.3 Moral hazard och adverse selection	13
2.2.4 Agentkostnader och övervakningssystem	13
2.3 Försvarsteori	15
2.4 Förvärvsteori	17
3 INTRODUKTION TILL FÖRSVARÅTGÄRDER	19
3.1 Inledning	19
3.2 Vad är ett fientligt bud?	19
3.3 Vad är en försvarsåtgärd?	20
3.4 Försvarsåtgärder i USA	22

4	RÄTTSLIG REGLERING	25
4.1	Inledning	25
4.2	Lagar och förordningar	26
4.2.1	ABL	26
4.2.1.1	Ledningens lojalitetsplikt	26
4.2.1.2	Likabehandlingsprincipen	27
4.2.1.3	Övriga relevanta regler i ABL	28
4.2.2	Övriga lagar och förordningar	29
4.3	Självreglering	30
4.3.1	NBK/OE	30
4.3.2	Aktiemarknadsnämnden	32
4.3.3	Marknadsplatsernas noteringsavtal	33
5	FÖRSVARÅTGÄRDER I SVENSKA BÖRSBOLAG	35
5.1	Inledning	35
5.2	Försvarsåtgärder i bolagsordningen	36
5.2.1	Restriktioner vid val och entledigande av styrelseledamöter	37
5.2.2	Äganderättsbegränsningar	39
5.2.3	Rösträttsbegränsningar	39
5.2.4	Erbjudandeplikt, tvångsinlösen och särskilda värderingsregler	40
5.2.5	Kvalificerad majoritet vid fusion	41
5.2.6	Överlåtelsebegränsningar	42
5.2.7	Röstvärdesdifferentiering	43
5.3	Försvarsåtgärder i emissionsvillkor	44
5.3.1	Flip-ins	45
5.3.2	Flip-overs	46
5.3.3	Konvertibla skuldebrev	46
5.3.4	Poison-put	47
5.4	Försvarsåtgärder i avtal	47
5.4.1	Riktade nyemissioner	47
5.4.2	Crown jewel defense	49
5.4.3	Förmånliga avgångsvederlag	50
5.4.4	Röst- och överlåtelsebegränsningar i aktieägaravtal	51
5.5	Försvarsåtgärder genom aktieförvärv	51
5.5.1	Förvärv av egna aktier och green-mail	52
5.5.2	Pac-Man defence	53
5.6	Strukturella försvarsåtgärder	54
5.6.1	Korsvist ägande	54
5.6.2	Trygg hamn	55
5.6.3	Konkurrensrättsligt skydd	55
5.7	Kommersiella försvarsåtgärder	56

6	FÖRSVARÅTGÄRDER I TAKEOVER-DIREKTIVET	59
6.1	Inledning	59
6.2	En ny lag om offentliga uppköpserbjudanden	59
6.2.1	Budplikt	60
6.2.2	Förbud mot försvarsåtgärder	60
6.2.3	Bestämmelse om genombrott	61
7	SLUTSATSER OCH ANALYS	63
	KÄLL- OCH LITTERATURFÖRTECKNING	65
	RÄTTSFALLSFÖRTECKNING	69

Sammanfattning

Den här uppsatsen behandlar försvarsåtgärder mot fientliga bud i svenska börsbolag. Med ett fientligt bud förstås vanligtvis ett bud som företagsledningen i målbolaget opponerar sig emot, och med försvarsåtgärder avses de åtgärder som företagsledningen kan vidta för att förhindra att detta fientliga bud genomförs. I denna uppsats är definitionen av försvarsåtgärder utsträckt till att även omfatta sådana åtgärder som kräver aktieägarnas stöd på bolagsstämman, varför även dessa åtgärder behandlas.

Ett inom aktiebolagsrätten genomgående teoretiskt problem är risken för att företagsledningen, som (särskilt i publika bolag) är bättre informerad om bolagets verksamhet än aktieägarna, skall använda detta informationsövertag på ett opportunistiskt sätt till att skaffa sig privata fördelar på bolagets bekostnad. Denna *principal agentproblematik* gör sig särskilt gällande i samband med företagsförvärv, och huruvida företagsledningen skall tillåtas vidta försvarsåtgärder är direkt avhängigt vad man tror att deras informationsövertag får för konsekvenser. Informationsövertaget kan användas både på ett legitimt sätt genom att företagsledningen ser till att förhandla fram ett så bra pris som möjligt för aktieägarna, och på ett illegitimt sätt genom att företagsledningen motverkar ett rättvist pris för att kunna behålla sin maktposition.

I svensk rätt är alla former av försvarsåtgärder från företagsledningens sida är förbjudna så fort som ett offentligt erbjudande har lämnats eller är nära förestående. Det är med andra ord som utgångspunkt inte tillåtet att vidta akuta försvarsåtgärder. Gränsen mellan vad som är en akut försvarsåtgärd och vad som faller inom ledningens löpande förvaltning är emellertid inte alla gånger lätt att dra. Dessutom kan man tänka sig ett antal preventiva försvarsåtgärder, vilka konstrueras (och kanske även verkar) innan ett fientligt bud ligger på bordet. Dock är det viktigt att komma ihåg de aktiebolagsrättsliga regler som på indirekta sätt kan påverka utformningen och tillåtenheten av olika försvarsåtgärder, särskilt då ledningens allmänna lojalitetsplikt och likabehandlingsprincipen.

De försvarsåtgärder som behandlas i uppsatsen är inte primärt uppdelade efter huruvida de kan betraktas som akuta eller preventiva. För att uppnå den bästa förståelsen för hur de olika försvarsåtgärderna regleras och fungerar är de istället kategoriserade utefter var deras juridiska kärna ligger. Med denna utgångspunkt behandlas i tur och ordning försvarsåtgärder som måste föras in i bolagsordningen, försvarsåtgärder som kan införas i emissionsvillkor, försvarsåtgärder vars tyngdpunkt ligger i en avtalskonstruktion, försvarsåtgärder genom aktieförvärv, strukturella försvarsåtgärder och, slutligen, kommersiella försvarsåtgärder. Dessa jämförs i fråga om benämning, utformning, laglighet och tillämpning med sina amerikanska motsvarigheter.

I dagarna har en ny lag om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden antagits av riksdagen som ett led i implementeringen av det s.k. takeover-direktivet. Vad gäller försvarsåtgärder kommer implementeringen av direktivet att innebära få materiella förändringar jämfört med den nuvarande ordningen. Den största skillnaden är istället av formell karaktär; en del av den självreglering som hittills reglerat försvarsåtgärder ersätts av tvingande lag.

Förord

Så var då fem och ett halvt års juridikstudier till ända. Förutom nio terminer i Lund har jag även tillbringat ett år i Kanada, och det var också där som jag första gången kom i kontakt med ämnet för detta examensarbete. På den entusiastiska och av förvärvs- och försvarsteori så intresserade professor Nicholls föreläsningar kom också jag att få upp ögonen för *poison pills*, *white knights* och *golden parachutes*. Eftersom jag aldrig hade hört talas om dessa företeelser hemma på Juridicum, och på grund av mitt stora intresse för bolagsrätt, var valet av ämne till slut rätt enkelt.

Jag vill första och främst passa på att tacka Torsten Sandström för god och kunnig handledning under uppsatsarbetets gång och för många inspirerande och lärorika samtal genom åren. Jag vill tacka min familj och flickvän för att ha bidragit med råd, stöttning och entusiasm när studier och tentapluggande har känts extra betungande. Sist men inte minst vill jag nämna alla mina kursare och övriga vänner, som över otaliga koppar kaffe på Juridicum bidragit med nya infallsvinklar och stimulerande juridiska (och andra) diskussioner.

Lund i maj 2006

Jakob Wijkander

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen (2005:551)
ABL 1975	Gamla aktiebolagslagen (1975:1385)
AMN	Aktiemarknadsnämnden
AnmL	Lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument
Bolagskoden	Svensk kod för bolagsstyrning (SOU 2004:130)
FFFS	Finansinspektionens författningssamling
FI	Finansinspektionen
HD	Högsta Domstolen
KKL	Konkurrenslagen (1993:20)
KKV	Konkurrensverket
LBC	Lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet
LHF	Lagen (1991:980) om handel med vissa finansiella instrument
LOUA	Lag (000) om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden
LVPR	Lagen (1991:981) om värdepappersrörelse
MML	Lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument
NBK	Näringslivets Börskommitté
NBK/OE	Näringslivets Börskommittés Regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv (gällande från och med 2003-09-01)
NJA	Nytt Juridiskt Arkiv
Prop.	Proposition
SOU	Statens Offentliga Utredningar

1 Inledning

1.1 Bakgrund

Själva grundtanken med den publika handeln med ett aktiebolags aktier är att dessa fritt skall kunna överlåtas och att företag därmed skall komma att ägas av de mest intresserade. Denna relativt enkla utgångspunkt kompliceras emellertid av den åtskillnad mellan bolagets ägare och dess ledning som man gör i aktiebolag. I mindre, privata bolag får denna uppdelning ofta inte så stora konsekvenser eftersom ägarnas och ledningens intressen vanligtvis sammanfaller. I större, publika aktiemarknadsbolag är ägarstrukturen emellertid mer splittrad och diversifierad, vilket i överlåtellesammanhang ger upphov till en rad problem av såväl rättslig som praktisk art. Ägarna har exklusiv kompetens avseende bolagets viktigare angelägenheter, medan ledningens ansvar är att sköta den löpande förvaltningen.

Just denna fördelning mellan de som har kompetens att på bästa sätt driva företag och de som har kapital är en av aktiebolagets främsta förtjänster som associationsform. Under bolagets fortlevnad finns ganska klara ramar för befogenhetsfördelningen, och på många områden är man av åsikten att företagsledningen är den part som är bäst insatt och därför också är bäst lämpad att fatta de avgörande besluten. En speciell situation uppstår emellertid i samband med offentliga uppköpserbudanden. Frågan är då om det skall stå aktieägarna helt fritt att avgöra huruvida erbjudandet skall godtas eller om företagsledningen – om den inte tycker att budet ger en rättvisande bild av bolagets värde – skall tillåtas lägga sig i avgörandet med hänvisning till den bättre kunskap om verksamheten som den besitter.

1.2 Syfte och frågeställningar

Syftet med denna uppsats är att göra en undersökning av vilka olika försvarsåtgärder som ett målbolags ledning kan tillgripa i samband med ett fientligt uppköpserbudande. Härvid kan ett par delsyften urskiljas. Dels är tanken att arbetet, i ljuset av den senaste tidens rättsutveckling och instiftandet av den nya ABL¹, skall utgöra en uppdaterad sammanställning av vilka försvarsmetoder som på laglig väg kan tillgripas. Dels skall uppsatsen titta lite närmare på vilken effekt som implementeringen av det s.k. takeover-direktivet² kommer att få för svenskt vidkommande.

Mot bakgrund av de ovannämnda syftena har ett antal mer detaljerade frågeställningar ställts upp. Följande är tänkt att fortlöpande besvaras:

¹ ABL trädde ikraft den 1 januari 2006.

² Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbudanden, EUT L 142, 30.4.2004, s. 12.

- Vilken är det teoretiska grunden till lagstiftarens och övriga regelmakares inställning till försvarsåtgärder? Hur ser kontexten ut; vilka motiv finns för att förvärva företag och vilka motiv finns för att försvara dem?
- Vad är fientliga bud och försvarsåtgärder? Hur skall de definieras?
- Hur ser situationen ut avseende försvarsåtgärder i föregångslandet USA?
- Hur ser regelverket ut för svenskt vidkommande? Var finns de regler som aktörer på den svenska aktiemarknaden måste beakta, och hur fungerar de?
- I vilken utsträckning förekommer försvarsåtgärder i svenska börsbolag och vilka är de vanligaste? Hur fungerar dessa?
- Vilka förändringar kan urskiljas på området, både med beaktande av de senaste årens rättsliga utveckling och takeover-direktivets implementering?

Ofta undersöks och kommenteras budgivarens beteende och ansvar i förvärvssituationer – den här uppsatsen skall titta lite närmare på hur målföretaget (och särskilt då dess ledning) kan agera och agerar i samband med fientliga bud.

1.3 Metod och material

I uppsatsen används huvudsakligen en rättsvetenskaplig metod som består av studier av tidigare, gällande och kommande lagstiftning, förarbeten, rättspraxis och doktrin. När det gäller börs- och bolagsrätt finns även ett stort utrymme för att analysera rätten ur ekonomiska och rättsekonomiska perspektiv. Särskilt i samband med så pass ekonomiskt betingade discipliner som företagsförvärv och försvarsåtgärder – där den rättsliga regleringen och den rättsekonomiska teorin har det gemensamt att ekonomisk effektivitet står i centrum för uppmärksamheten – finns anledning att titta närmare på olika ekonomiska argument. I denna uppsats skall framför allt de grundläggande rättsekonomiska teorier som hjälper till att förklara de principiella problemen med försvarsåtgärder uppmärksammas.

Den största delen av det material som jag har använt mig av utgörs av juridisk doktrin (främst litteratur) och förarbeten. En svårighet i sammanhanget är att medan det finns en otalig mängd anglosaxisk litteratur som behandlar förekomsten och tillåtenheten av olika försvarsåtgärder, är andelen nyare svensk litteratur på området relativt begränsad. Några egentligt aktuella framställningar finns inte, särskilt inte som beaktar de

senaste årens rättsliga utveckling på framför allt aktiebolagsrättens område. Ett av huvudsyftena med uppsatsen är också att den skall utgöra en för svenskt vidkommande uppdaterad sammanställning av olika försvarsmetoders laglighet. För att åstadkomma detta har avstamp gjorts i framför allt amerikanska och äldre svenska arbeten om försvarsåtgärder, varpå dessa har jämförts med nu gällande börs- och bolagsrätt. Som en konsekvens är uppsatsen till den absolut största delen en deskriptiv sammanställning, där mycket av den analys som görs sker i samband med regelverkets beskrivning.

Den ekonomiska litteratur som studerats och som framför allt ligger till grund för de teoretiska aspekterna av förvärvs- och försvarsproblematiken är till stor del amerikansk. Härvid skall sägas dels att den utgör en mycket liten del av den uppsjö av forskning som finns på området, dels att den många gånger är specifik för den situation som råder på den amerikanska marknaden. Därför kan den inte sägas utvisa en objektiv och helt rättvisande bild av de ekonomiska effekterna av företagsförvärv och försvarsåtgärder, men tanken är inte heller att ge mer än en inblick i problematikens grunder.

Noterbart i sammanhanget är också att en stor del av framför allt det börsrättsliga regelverket utgörs av den självreglering som aktiemarknadens parter har enats om. Traditionell domstolspraxis är t.ex. ersatt av AMN:s uttalanden om vad som utgör god sed på aktiemarknaden. Självregleringen är visserligen inte en rättskälla av högsta rang och en viss försiktighet är påkallad, men framför allt med hänsyn till den stora efterlevnad som den åtnjutit kan förhållandevis starka slutsatser om gällande rätt dras.

1.4 Avgränsningar

Med beaktande av ovannämnda syften och frågeställningar har ett antal avgränsningar fått göras.

Till en början kan konstateras att jag inte, annat än i de sammanhang där det för förståelsens skull är påkallat, kommer att göra någon åtskillnad mellan målbolagets operativa ledning och dess styrelse. Detta eftersom den principiellt viktiga skillnaden går mellan ägarna och de som är ansvariga för bolagets löpande förvaltning. Begreppen företagsledning, bolagsledning och styrelse kommer att användas om vartannat för att beteckna denna senare kategori. Det går naturligtvis att också göra en distinktion mellan försvarsåtgärder som kan vidtas av styrelsen och sådana som t.ex. VD kan tillgripa, men en sådan uppdelning lämnas av utrymmesskäl utanför denna framställning.

Vad gäller den underliggande teoretiska och principiella diskussionen har jag valt att koncentrera mig på principal agentproblematiken och den inneboende konflikten mellan ett aktiebolags (kapitaltillskjutande) ägare och dess (förvaltande) ledning och styrelse. Utgångspunkten är därför vilka

möjligheter som företagsledningen, enligt den ovan angivna definitionen, har att motsätta sig och försvara målbolaget mot ett fientligt bud. Snabbt visar det sig emellertid att bolagsledningens arsenal i detta avseende är relativt begränsad. Många försvarsåtgärder förutsätter för sin giltighet ett godkännande av aktieägarna. Istället för att i sådana fall kort konstatera att det rör sig om åtgärder som inte är tillgängliga för ledningen kommer jag att närmare utveckla förutsättningarna för dessa metoders tillämplighet. Således kommer även de möjligheter som en röstmajoritet av aktieägarna har att motarbeta ett offentligt erbjudande att behandlas, och det sätt på vilket jag i denna uppsats har valt att definiera fientliga bud och försvarsåtgärder får ses mot denna bakgrund.³ I ett sammanhang där en aktieägarmajoritets möjligheter att påverka och bestämma över minoriteten behandlas ligger det nära till hands att även behandla minoritetsskyddsreglerna och dessas teoretiska bas. Detta faller emellertid utanför ramen för denna framställning.

Redogörelsen för amerikansk rätt och situationen avseende försvarsåtgärder i USA har, trots att detta är både intressant och belysande, fått hållas mycket kort, och kan endast ses som ett försök till ge en bakgrundsförståelse för fenomenets framväxt.

Vidare har en viss grundläggande kunskap på framför allt aktiebolagsrättens område fått förutsättas. I stort sett är det endast de regler och principer vilka får direkta konsekvenser för tillåtenheten och utformningen av olika försvarsåtgärder som beskrivs närmare. Detsamma gäller de børsrättsliga regelverk och den självreglering som aktualiseras i samband med offentliga erbjudanden. Detta innebär samtidigt inte att alla de regler vilka kan tänkas påverka, eller alla de som med största sannolikhet påverkar, olika försvarsåtgärder tas upp.

Slutligen behandlas inte alla former av kontrollövertaganden av aktiebolag. Endast företagsförvärv som sker genom offentliga uppköpserbjudanden och försvarsåtgärder som kan vidtas mot dessa ligger inom ramen för denna uppsats, och därmed faller t.ex. kontrollstrider genom fullmaktsinsamling utanför. Uppsatsen gör inte heller anspråk på att utgöra en fullständig förteckning över upptänkliga och möjliga försvarsåtgärder. Framställningen präglas av att amerikansk och äldre svensk litteratur till stor del har använts som utgångspunkt för vilka försvarsåtgärder som skall behandlas, och andra metoder kan naturligtvis inte uteslutas. Framför allt är uppsatsen främst ett juridiskt arbete, vilket gör att den lämnar mycket övrigt att önska när det gäller olika ekonomiska, finansiella och kommersiella försvarsåtgärder.

1.5 Disposition

Dispositionen i uppsatsen är starkt färgad av de ovan angivna frågeställningarna, men även av det sätt som jag har valt att kategorisera de olika försvarsåtgärderna på.

³ Se avsnitt 3.2 och 3.3 nedan.

Kapitel 2 först behandlar den teoretiska problematiken som gör sig gällande i samband med offentliga erbjudanden i allmänhet och vid vidtagandet av försvarsåtgärder i synnerhet. Det teoretiska blocket är indelat i tre underavdelningar. I tur och ordning redogörs för den grundläggande principal agentproblematiken, för försvarsteori och frågan huruvida försvar av företag är ekonomiskt effektivt, samt för olika förvärvsteorier och det ekonomiska samspelet mellan dessa komponenter.

I kapitel 3 ges en introduktion till den praktiska sidan av ämnet försvarsåtgärder. Detta sker dels i form av definitioner av de för uppsatsen fundamentala begreppen ”fientligt bud” och ”försvarsåtgärd”, dels i form av en beskrivning av hur situationen avseende försvar av företag har utvecklats och ser ut på den marknad som är disciplinens föregångare – den amerikanska.

Kapitel 4 presenterar den rättsliga regleringen av försvarsåtgärder i Sverige. Kapitlets första del behandlar de lagar och förordningar som på ett eller annat sätt kan få konsekvenser för utformningen av olika försvarsåtgärder. Härvid är naturligtvis ABL viktigast, och särskild fokus ligger på den lojalitetsplikt som företagsledningen har att iakttä gentemot bolaget samt den övergripande likabehandlingsprincip som gäller för alla beslut och åtgärder av såväl ledningen som bolagsstämman. Den andra delen av kapitlet redogör för den relativt omfattande självreglering som aktiemarknaden själv har instiftat för att fylla den lucka som lagstiftaren lämnat och därmed försöka säkerställa allmänhetens förtroende för aktiemarknaden.

Uppsatsens kärna utgörs av kapitel 5. Här behandlas i tur och ordning en rad olika försvarsåtgärder och kommenteras deras laglighet. Uppdelningen av de olika försvarsåtgärderna är gjord utefter var den juridiska kärnan i respektive försvarsåtgärd ligger.⁴ Så behandlas i tur och ordning försvarsåtgärder i bolagsordningen, i emissionsvillkor och i avtal, försvarsåtgärder genom aktieförvärv, strukturella försvarsåtgärder och slutligen kommersiella försvarsåtgärder. De olika försvarsåtgärderna jämförs med sina amerikanska motsvarigheter i fråga om benämning, utformning, laglighet och tillämpning.

I kapitel 6 behandlas kort de nyheter avseende försvarsåtgärder som är att vänta av det takeover-direktivet. Härvid fästes särskild uppmärksamhet på det faktum att man nu lagfäster förbudet för företagsledningen att vidta försvarsåtgärder, samt på den möjlighet att i bolagsordningen ta in en s.k. genombrottsregel som införs.

I ett avslutande kapitel 7 presenteras kort de slutsatser som jag drar i fråga om försvarsåtgärders utformning, laglighet och tillämpning i allmänhet på den svenska aktiemarknaden. Kapitlet innehåller också en analys av den

⁴ Se vidare avsnitt 3.3 nedan för en motivering till mitt sätt att kategorisera försvarsåtgärder på jämfört med alternativa sätt.

senaste tidens rättsutveckling på området, inklusive de förväntade praktiska konsekvenserna av takeover-direktivet.

2 Rättsekonomi och ekonomisk teori

2.1 Inledning

I en uppsats som behandlar regleringen vid fientliga företagsförvärv och vilka försvarsåtgärder som får vidtas är det, för att kunna förstå regleringens utformning, till stor hjälp att först titta lite närmare på de bakomliggande rättsekonomiska teorierna. Inom rättsekonomisk teori ser man traditionellt på företaget som ett nätverk av kontrakt (*nexus of contracts*) tillkomna i syfte att minska de transaktionskostnader som alltid uppkommer då två parter skall utbyta tjänster på marknaden.⁵ Antalet kontrakt tenderar att växa till dess en optimal volym har uppnåtts, d.v.s. tills företaget har blivit så pass stort att ytterligare integrering inte längre minskar transaktionskostnaderna.⁶ Den hierarkiska struktur som är karaktäristisk för ett företag medför nämligen också transaktionskostnader (eller organisationskostnader). Därför är det bara ekonomiskt effektivt att samordna t.ex. produktionen av en vara i ett företag så länge som marginalkostnaden för ytterligare en transaktion avseende denna produktion är lägre eller lika stor som motsvarande transaktion på den öppna marknaden.⁷

Ett företag består alltså av en rad olika intressenter som försöker samordna sina aktioner, samtidigt som de alla till syvende och sist har sitt eget bästa för ögonen.⁸ Ofrånkomligen uppstår då olika *intressekonflikter*. Rättsekonomisk teori fyller en funktion i att förklara hur och varför dessa intressekonflikter uppstår, men har framför allt sin förtjänst i det att den kan tillhandahålla normativa grunder – såväl teoretiska som empiriska – och ge stöd och motiv till lagstiftaren i arbetet med att hantera dessa intressekonflikter. Med andra ord är den rättsekonomiska metoden användbar för att utröna vilka ändamål som lagstiftningen bör ha; vilka intressen som skall väga tyngst i en konfliktsituation. I denna uppsats är det maktfördelningen och den inneboende intressekonflikten mellan *företagsledningen* och *företagets ägare* som är det ledande temat.⁹ Denna konflikt har sin grund i *principal agentteorin*.

⁵ Dahlman, Christian, Glader, Markus och Reidhav, David, *Rättsekonomi – en introduktion*, Studentlitteratur, Lund 2002, s. 177-179.

⁶ Werin, Lars, *Ekonomi och rättssystem – särtryck*, Liber, Stockholm 1990, s. 261.

⁷ *Ibid.*

⁸ Se om människan som rationell nyttomaximerare i avsnitt 2.2.1 nedan.

⁹ För en ingående redogörelse av de flesta aspekterna av denna intressekonflikt, se Bergström, Clas och Samuelsson, Per, *Aktiebolagets grundproblem*, upplaga 2, Norstedts Juridik AB, Göteborg 2001, s. 79-145.

2.2 Principal agentteorin

2.2.1 Rättsekonomin antaganden

Innan jag går in på redogörelsen om principal agentproblematiken finns anledning att kort uppmärksamma några av de grundantaganden som görs inom rättsekonomisk teori. För det första utgår rättsekonomisk teori från att människor är *rationella nytto-maximerare (homo economicus)*.¹⁰ På goda grunder har det ifrågasatts om detta axiom verkligen gäller i alla situationer. En rad studier har påvisat att människans beslutsfattande många gånger är irrationellt och att det ekonomiskt mest rationella alternativet inte alltid väljs¹¹. Ett ofta anfört motargument är att dessa studier inte visar annat än att resultaten slår fel i de fall då beslutsfattarens beslutsunderlag inte är fullständig eller korrekt. Rättsekonomer håller med om att människor inte alltid *de facto* väljer det mest nytto-maximerande alternativet, men menar att den teoretiska poängen är att de gör det i den utsträckning som de kan. Ett följdantagandet är att människor i en uppdragssituation *agerar opportunistiskt*, d.v.s. att de, om deras handlingar inte övervakas, är illojala mot sin uppdragsgivare. För det tredje antar rättsekonomer att människor har *olika riskaversivitet*. Avseende en agent kan hävdas att denna kan vara både mer eller mindre benägen att ta risker än sin principal. Å ena sidan är det ofta principalen som står den största ekonomiska risken, och agenten är därför inte lika försiktig vad gäller resursanvändningen.¹² Å andra sidan satsar en agent en stor del av sitt humankapital i det aktuella uppdraget, varför denne har all anledning att förhålla sig konservativ till framför allt sådant risktagande som sätter den egna insatsen och positionen på spel.¹³

2.2.2 Informationsasymmetri

Principal agentproblematiken har sin grund i det *informationsövertag* som företagets operativa och exekutiva ledning (agenten)¹⁴ har gentemot ägarna (principalen). Eftersom ledningen verkar närmare bolaget besitter den större kunskap om bolaget än ägarna, och risken är att ledningen använder denna information på ett opportunistiskt sätt för att skaffa sig privata fördelar istället för att helt agera i ägarnas (eller bolagets) intresse. Problemet blir naturligtvis större ju större företaget är och ju längre ifrån insyn i verksamheten som ägarna befinner sig. Den debatt om *corporate governance*, eller ägarstyrning, som vuxit sig allt starkare under de senaste åren visar att principal agentproblemet är ett generellt tema som får

¹⁰ Dahlman *et al.*, s. 14.

¹¹ För ett exempel, se Dahlman *et al.*, s. 219.

¹² Ibland framförs argumentet att en företagslednings lägre riskaversivitet relativt ägarna är en viktig egenskap, eftersom den medför att ledningen inte drar sig för att fatta svåra men nödvändiga affärsbeslut.

¹³ Bergström & Samuelsson, s. 84.

¹⁴ I uppsatsen görs i de flesta fall ingen åtskillnad mellan styrelse och VD, se avsnitt 1.4 ovan.

återverkningar i många bolagsrättsliga frågeställningar. Eftersom uppsatsen behandlar principal agentproblematiken i samband med fientliga uppköpserbjudanden, finns anledning att först fästa särskild uppmärksamhet på den aspekt av informationsasymmetrin som brukar benämnas *moral hazard*. Samtidigt är även *adverse selection* intressant eftersom att denna företeelse belyser svårigheten med att på objektiva grunder avgöra huruvida den inställning som styrelsen intar gentemot ett offentligt uppköpserbjudande ligger i linje med aktieägarnas intresse eller inte.

2.2.3 Moral hazard och adverse selection

Med moral hazard förstås den fortlöpande lojalitetsrisk¹⁵ som föreligger på grund av agentens informations- och kontrollövertag gentemot principalen, samt framför allt den sistnämndes *övervakningssvårigheter*. Begreppet stammar från försäkringsrättens område, och åsyftar alltså risken för att en försäkringstagare agerar opportunistiskt under tiden för avtalsrelationen med försäkringsgivaren. För en försäkringsgivare är det omöjligt att hela tiden övervaka att försäkringstagaren inte utnyttjar den kontroll som han eller hon har över kontraktets utfall på ett illojalt sätt genom att framkalla ett försäkringsfall.¹⁶ På samma sätt finns risken att en företagsledning utnyttjar delegeringen av makt och ägarnas svårigheter att övervaka beslutsfattandet till att skaffa sig privata fördelar och bygga upp sitt eget rykte istället för att generera största möjliga vinst till ägarna.

Adverse selection – en term som även den är hämtad från försäkringsrättens område – betecknar den typ av informationsproblem som föreligger innan kontraktet mellan agenten och principalen ingås. Här handlar det inte primärt om ägarnas övervakningssvårigheter utan om att ledningen i jämförelse med blivande aktieägare har ett *informationsövertag* avseende bolagets affärsverksamhet och ekonomiska framtidsutsikter.¹⁷ Möjligheten eller risken finns därför att det ”pris” som en köpare betalar inte motsvarar den risk som investeringen innebär. Samtidigt innebär ledningens informationsövertag att den kanske har bäst möjlighet att avgöra vilken som är den mest rättvisande värderingen av företaget.

2.2.4 Agentkostnader och övervakningssystem

Dessa övervakningssvårigheter och informationsövertag ger upphov till kostnader. Om inte principalen ger agenten rätt sorts incitament kommer dennes intressen i vissa fall, i enligt med de rättsekonomiska antagandena som ovan beskrivits, att divergera med principalens. Eftersom det antingen inte är möjligt eller för dyrt att fullständigt och tillräckligt detaljerat reglera rättsförhållandet mellan agenten och principalen på kontraktuell väg,

¹⁵ Begreppet är hämtat från Bergström & Samuelsson, s. 23.

¹⁶ Se Cooter, Robert och Ulen, Thomas, *Law and Economics*, upplaga 3, Addison Wesley Longman, Inc., 2000, s. 50.

¹⁷ A.a., s. 51.

behöver principalen istället ett system för att kunna övervaka agenten. De resurser som går åt till ett sådant övervakningssystem kallas *agentkostnader*.¹⁸

Man brukar räkna med några olika *övervakningssystem*. För det första tillhandahåller lagstiftaren en rad regler i syfte att sänka agentkostnaderna. Framför allt har man laborerat med försök att ålägga ledningen en *lojalitetsplikt* gentemot bolaget, något som har visat sig vara svårt.¹⁹ De börs- och aktiebolagsrättsliga informations- och procedurreglerna kan också ses som sådana handlingsdirigerande lagregler som hjälper till med övervakningen av en företagsledning och därmed sänker agentkostnaderna.²⁰ Vidare kan man se incitamentsprogram och krav på att en företagsledning skall inneha ett visst ägande i det bolag som de representerar som försök att likrikta ägarnas och ledningens intressen.

För det tredje, menar många, tillhandahåller marknaden krafter som självreglerar problemet och minskar ledningens intresse av att agera opportunistiskt och ineffektivt. Den s.k. marknaden för företagskontroll (*the market for corporate control*) verkar disciplinerande på företagsledningar. Den aktieplacering som anser att ett företag drivs på ett ineffektivt kommer att förvärva detsamma och tillsätta en effektivare ledning²¹. Hotet om uppköp medför med andra ord att ledningen får incitament till att förhålla sig lojalt gentemot bolaget.²² Vidare framträder i detta sammanhang en av de stora fördelarna med starka kontrollaktieägare, menar många forskare. För små aktieägare är det dyrt att försöka övervaka företagsledningen, och ofta står inte dessa kostnader i proportion till den ekonomiska nyttan. En kontrollägare däremot kan utöva påtryckningar på ledningen och kommer därför att accepteras av minoritetsägare så länge som kostnaderna för de privata fördelar som en kontrollägare kan tillskansa understiger de agentkostnader som principal agentproblematiken ger upphov till.²³

Ytterligare en kontrollerande marknadskraft är det faktum att även företagsledare befinner sig på en marknad – arbetsmarknaden för bolagsledare. Även denna kan verka disciplinerande, i synnerhet om den är så pass liten som den svenska. En företagsledares tidigare prestationer är ofta kända för relevanta personer inom näringslivet, och såväl rent

¹⁸ Bergström & Samuelsson, s. 25f.

¹⁹ Se om lojalitetsplikt i avsnitt 4.2.1.1 nedan.

²⁰ Bergström & Samuelsson, s. 28f.

²¹ Förväntningar om att kunna driva ett företag mer ekonomiskt effektivt utgör ett av de vanligaste motiven till företagsförvärv, se vidare avsnitt 2.4 nedan.

²² Bergström & Samuelsson, s. 114 ff.

²³ Gilson, Ronald J. och Gordon, Jeffrey N., *Controlling Controlling Shareholders*, s. 785. Artikel i University of Pennsylvania Law Review, *Corporate Control Transactions*, December 2003, vol. 152, nr. 2., ss. 785-844. Kontrollägare kan framför allt utvinna privata fördelar på tre sätt: genom att ta en oproportionerligt stor del av företagets vinst, genom att tvångsinlösa minoriteten samt genom att sälja sitt kontrollinnehav till en premie, a.a. s. 786.

ekonomiska prestationer som insatser av lojalitetsmässig och etisk karaktär kan komma att få en stor betydelse för en företagsledare personligen.²⁴

En diskussion om marknadskrafternas inverkan på ett principal agentförhållande är speciellt intressant i en uppköpsituation. Här tydliggörs sambanden mellan olika inblandade intressen och problematikens mångsidighet och inneboende dynamik visas. I redogörelserna för olika försvars- och förvärvsteorier nedan görs ett försök att ytterligare belysa dessa samband genom att peka på några av de vanligaste argumenten i sammanhanget.

2.3 Försvarsteori

Den grundläggande intressekonflikten kan alltså formuleras som att företagsledningens primära intresse många gånger är att leda företaget och därmed maximera sin egen nytta, medan aktieägarna vill maximera aktievärdet och därmed utdelningen på sina investeringar.²⁵ Problemen med den informationsasymmetri och de övervakningssvårigheter som redogjorts för ovan framträder och blir särskilt tydliga i samband med ett offentligt bud. I en sådan situation ligger det kanske närmare till hands än under ledningens fortlöpande förhållanden till bolaget att denna utnyttjar sin (numera hotade) position och tillskansar sig privata fördelar. Samtidigt visar de två olika beteendena som är förknippade med informationsasymmetrin – moral hazard och adverse selection – på ett tydligt sätt att det finns både en legitim och en illegitim sida av försvarsåtgärder²⁶. Huruvida en företagsledning skall tillåtas att vidta försvarsåtgärder eller inte måste avgöras med beaktande av den risk för opportunistiskt handlande som uppkommer.

Rent konkret kan man säga att det finns incitament för ledningen att motverka ett offentligt bud, även om det innehåller en premie som är attraktiv för aktieägarna, eftersom ett ägarbyte nästan per definition medför att ledningen förlorar sin position.²⁷ Å andra sidan kan det informationsövertag som ledningen har om bolaget mycket väl användas i ett legitimt syfte, d.v.s. genom att ett bud som *de facto* inte skulle ge aktieägarna skäligt betalt motarbetas så att alternativa bud kan sökas. Förespråkare för en lednings möjlighet att använda försvarsåtgärder brukar peka på just detta: att ledningen är den som har bäst information om bolaget och dess värde och därför är bäst skickad att göra bedömningen huruvida ett bud är skäligt eller inte. Ur en aktieägars synvinkel, menar förespråkarna, skulle detta i bästa fall innebära att ledningen förhandlar upp priset på

²⁴ Bergström & Samuelsson, s. 143.

²⁵ Jonsson, Tor, *Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv*, Juridisk Tidskrift 1996/97, s. 889.

²⁶ Jfr t.ex. Bergström & Samuelsson, s. 117.

²⁷ Se t.ex. SOU 1990:1, s. 98 och Schans Christensen, Jan, *Contested takeovers in Danish law – a comparative Analysis based on a Law and Economics Approach*, G.E.C. Gads Forlag, Copenhagen 1991, s. 265.

målbolaget till dess det har nått en skälig nivå och i sämsta fall att ledningen förkastar ett bud som ändå inte är rättvist. Således står de två aspekterna av informationsasymmetrin mot varandra, och utmaningen är att finna en form av reglering där alla fördelar tas till vara så att aktieägarna i slutändan får bästa möjliga ekonomiska utfall.

När man har konstaterat att det teoretiskt sett kan finnas ekonomiskt legitima skäl för en företagsledning att motverka ett offentligt erbjudande uppkommer frågan vad den praktiska och empiriska erfarenheten visar. Det är naturligtvis nästan ogörligt att i efterhand säga om företagsledningar som har haft starka försvarsåtgärder att ta till, och som därmed kunnat bestämma utgången av ett uppköpserbjudande, verkligen alla gånger har använt denna makt till att utverka det för aktieägarna bästa resultatet. Man får istället se till hur aktiemarknaden uppfattar och värderar förekomsten av försvarsmekanismer i företag för att få en uppfattning av dess ekonomiska effektivitet. Inom den på området ledande nordamerikanska forskningen har både observationer som visar att försvarsmekanismer ökar aktievärdet och sådana som visar att dessa minskar detsamma gjorts. Variablerna är så många att det är svårt att dra några säkra, generella slutsatser.²⁸

Enligt den syn som Bebchuk anlägger måste man se till vilka försvarsåtgärder som det är fråga om. Han menar att en distinktion kan göras mellan sådana försvarsmetoder vilka innebär att beslutet ligger helt i ledningens händer och sådana där aktieägarna har sista ordet. Förekomsten av t.ex. omlottstyrelser är enligt Bebchuk tydligt negativt för aktievärdet, medan detta troligtvis inte är fallet med t.ex. *poison pills*.²⁹ Inte heller kan man genom den blotta förekomsten av försvarsmekanismer sluta sig till att de är generellt sett är ekonomiskt effektiva. Det går nämligen, menar Bebchuk, en skiljelinje mellan sådana företag som är nyintroducerade på aktiemarknaden och sådana som har mognat lite mer. Försvarsmekanismer är relativt vanliga i den förra kategorin men tenderar de att minska i den senare. Detta beror till stor del på att starka försvarsmekanismer tjänar som incitament till att få ett företags stora ägare att reducera sitt ägande i samband med en börsintroduktion. När sedan ägandet har spritts och de publika investerarnas röst väger allt tyngre försvinner fördelarna med försvarsmekanismer.³⁰ Det förtjänar att påpekas att denna såväl som alla andra analyser naturligtvis är marknads- och situationsspecifika, och att andra förhållanden mycket väl kan råda på den svenska aktiemarknaden.³¹

²⁸ Bergström & Samuelsson anger på s. 83 studier av bl.a. DeAngelo & Rice, Jarrel & Poulsen, Ryngaert och av Malatesta & Walking som exempel på att aktieägarna förlorar om företagsledningen vidtar försvarsåtgärder. Studier av Shleifer & Vishny och Comment & Schwert anges som exempel på att aktieägarna kan gynnas.

²⁹ Bebchuk, Lucian Arye, *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*, s. 721f. Artikel i University of Pennsylvania Law Review, *Corporate Control Transactions*, December 2003, vol, 152, nr. 2., s. 713-754. Se vidare om omlottstyrelser och om poison pills i avsnitten 5.2.1 och 5.3 nedan.

³⁰ A.a., s. 715-720.

³¹ Jfr om metod och material i avsnitt 1.3 ovan.

2.4 Förvärvsteori

Något måste i sammanhanget också nämnas om de olika ekonomiska teorier som söker förklara varför företagsförvärv överhuvudtaget förekommer, inte minst fientliga sådana. Till en början kan konstateras att alla uppköpserbjudanden har det gemensamt att köparen erbjuder sig att betala en premie utöver det noterade börsvärdet på aktien till ägarna i målbolaget.³² Man skulle kunna se det som att blotta faktumet att sådana premier förekommer är bevis för att företagsförvärv skapar mervärde för förvärvaren; annars skulle de inte förekomma på en fri marknad. Dock finns det en mängd olika förklaringar till vad denna premie egentligen består av, och inte alla håller med om att den i realiteten verkligen motsvaras av något ekonomiskt mervärde för förvärvaren.

Den vanligast anförda förklaringen är emellertid att köparen förväntar sig att kunna skapa ett *mervärde* med hjälp av det förvärvade företaget, och på så sätt få igen den betalade premien.³³ Förvärvaren betalar alltså för att få kontroll över målbolaget, varpå detta kan styras på det sätt som denne tror är mest effektivt.³⁴ Oftast är det de synergieffekter som kan skapas genom att två företag slås ihop och t.ex. produktionen kan samordnas så att marginalkostnaderna sjunker, som skapar mervärdet (skalfördelar).³⁵ Enligt detta synsätt har aktiemarknaden lyckats med att sätta ett rättvisande pris på målbolaget vad avser värdet på dess tillgångar, och det mervärde som förvärvaren skapar utgörs endast av en förbättring av bolagets drift och lönsamhet. Andra menar att det inte bara en förbättring av lönsamheten som skapar mervärde och motiverar betalningen av en premie (och därmed själva förvärvet). Man måste också räkna med att en del av (eller hela) mervärdet består i att marknaden undervärderar målbolagets tillgångar, vilket gör att en köpare kan förvärva dessa tillgångar ”med rabatt”.³⁶ Premien är då inte en spekulation om framtida lönsamhetsförbättringar utan återspeglar tillgångarnas verkliga värde.³⁷

En annan kategori av motiv utgörs av sådana där mervärdet är av mer strukturell och strategisk karaktär. Hit hör t.ex. de förvärv som genomförs i tillväxtsyfte. Många gånger kan det vara billigare för ett företag att bryta in på nya marknader genom att förvärva lokala bolags tillsammans med den

³² Schans Christensen, s. 60f.

³³ Kraakman, Reinier R., *Taking Discounts Seriously: The Implications of "Discounted" Share Prices as an Acquisition Motive*, s. 677. Utdrag från Bratton, William W., *Corporate Finance: Cases and Materials*, upplaga 5, Foundation Press, New York 2003, ss. 677-693.

³⁴ Carney & Heimendinger poängterar att kontrollpremier inte är något som förekommer i ett företag *per se*, utan uppstår endast i de fall där en potentiell förvärvare ser konkreta möjligheter att skapa mervärde. Se Carney & Heimendinger, *Appraising the Nonexistent: The Delaware Courts' Struggle with Control Premiums*, s. 848-849. Artikel i University of Pennsylvania Law Review, *Corporate Control Transactions*, December 2003, vol, 152, nr. 2., s. 845-880.

³⁵ Moberg & Samuelsson, *Börsrätt*, Norstedts Förlag AB, Angered 1989, s. 152.

³⁶ A.a., s. 151.

³⁷ Kraakman, s. 679. Kraakman återger också några av de olika teorier som finns om anledningarna till att tillgångarna undervärderas hos ett bolag.

know-how som dessa besitter istället för att växa på organisk väg.³⁸ Vidare kan önskan att förvärva specifika tillgångar eller att säkerställa tillgången till råvaror utgöra motiv för förvärv. Också det samband mellan storleken på ett företags marknadsandel och dess resultat som observerats utgör motiv för förvärv.³⁹ Olika skattemässiga skäl finns naturligtvis också ofta med i bilden.

Det finns också de som menar att ett företagsförvärv, snarare än att motsvaras av något verkligt företagsekonomiskt värde, ofta är en återspeglning av en önskan hos företagsledare att säkerställa sin egen position. Dels är ett större företag mindre känsligt för uppköp, dels så brukar sådana anses öka på den personliga prestigen.⁴⁰ Även om sådana motiv kan spela sin roll i vissa förvärv torde de flesta vara överens om att de endast förekommer i undantagsfall och att marknaden alltid i ett längre perspektiv sorterar bort transaktioner som inte är ekonomiskt effektiva.⁴¹

³⁸ Cooke, Terrence E., *Mergers and Acquisitions*, upplaga 2, Basil Blackwell Ltd., Oxford 1988, s. 29.

³⁹ A.a., s. 31.

⁴⁰ Bergström & Samuelsson, s. 82.

⁴¹ Jfr Kraakman, s. 677.

3 Introduktion till försvarsåtgärder

3.1 Inledning

Det här kapitlet kommer relativt kort att ta upp och behandla några av de grundläggande begrepp och definitioner som kan vara bra att ha på plats. Först utreds vad som menas med ett fientligt bud. Därefter utreds lite mer konkret vad som avses med försvarsåtgärder, och några olika sätt på vilka man kan karaktärisera dessa presenteras. Slutligen innehåller kapitlet också en kortare beskrivning av hur den historiska utveckling med avseende på fientliga bud och försvarsåtgärder har sett ut, och då riktas särskilt fokus på den amerikanska marknaden. Vad är det som gör att försvarsåtgärder är så pass vanligt där, och vad är det som skiljer den anglosaxiska situationen från den svenska?

3.2 Vad är ett fientligt bud?

Det är inte alldeles självklart vad det är som utgör ett fientligt bud. Normalt sett avser man sådana bud där målbolagets styrelse⁴² avstyrker förvärvserbudandet i sin framställan till aktieägarna.⁴³ I de flesta fall är gången den att köparen först har förhandlat med målbolagets styrelse om förvärvet, varpå förhandlingarna brutit samman men köparen ändå bestämt sig för att, utan styrelsens välsignelse, gå vidare med sitt erbjudande till aktieägarna.⁴⁴ Det kan alltså vara svårt att avgöra exakt när ett bud blir fientligt. I ovanliga fall kan förvärvserbudandet riktas direkt till målbolagets aktieägare utan att styrelsen vidtalats, vilket naturligtvis medför att det är enklare att konstatera att det rör sig om ett fientligt bud. I många sammanhang kan det ändå tyckas vara lite väl dramatiskt att tala om ett fientligt bud, och t.ex. Shans Christensen föredrar att tala om ”bestridda” bud (*contested bids*). Han påpekar att förutom det faktum att det rör sig om bud som inte faller målföretagets styrelse i smaken inte är fråga om bud som innehåller några särskilda fientliga element.⁴⁵ Det är inte heller ovanligt att ett bud som till en början kan betecknas som fientligt övergår till att vara ett fredligt sådant, vanligtvis till följd av att erbjudandet höjts.⁴⁶ Man kan t.o.m. tänka sig att styrelsens inställning till budet kan vara influerat av dess

⁴² I uppsatsen görs i de flesta fall ingen åtskillnad mellan målbolagets VD och dess styrelse, se avsnitt 1.4 ovan.

⁴³ Se t.ex. Clausen, Nis Jul och Sörensen, Karsten Engsig, *Takeover bids*, DJÖF Publishing, Köpenhamn 1998, s. 59. – Enligt NBK/OE II.14 har målbolagets styrelse en skyldighet att meddela sin uppfattning om erbjudandet.

⁴⁴ SOU 1990:1, s. 37.

⁴⁵ Shans Christensen, s. 21. Se också SOU 1990:1, s. 98.

⁴⁶ Öster, Anna, *Styrelsens ansvar vid fientliga företagsförvärv: "vem försvarar företaget?" En studie i ett internationellt perspektiv*, Juristförlaget JF AB, Stockholm 1992, s. 64.

bedömning huruvida budet kommer att antas eller inte, och i sådana fall är naturligtvis inte en distinktion mellan fredliga och fientliga bud av något större värde.⁴⁷ Vidare behöver inte ett fientligt bud utgöra ett anbud om att förvärva hela målföretaget, även om det är det normala.⁴⁸ I den absoluta majoriteten av fall vill den fientliga köpare överta kontrollen över hela målbolaget så att det kan styras på det sätt som motiverat förvärvet från början.⁴⁹

Svårigheten med att definiera ett fientligt bud beror till stor del på att de olika organen i ett bolag kan ha olika syn på budet. Dessutom kan olika grupper inom varje organ ha divergerande uppfattningar. Är budet fientligt om 25 % av styrelsen är emot det, eller 49 % av aktieägarna? Som jag ser det får man nästan definiera ett bud som fientligt utifrån om några försvarsåtgärder vidtas mot budet, vare sig detta sker på initiativ från målbolagets ledning eller några av dess aktieägare. Eftersom många av de försvarsåtgärder som jag kommer att redogöra för är sådana som inte på laglig väg kan vidtas av ledningen själv utan kräver stöd från aktieägarna, begränsar jag mig inte heller till att med fientliga bud avse sådana som styrelsen avstyrker eller ledningen motarbetar. Trots att den genomgående teoretiska diskussionen i uppsatsen grundar sig på principal agentproblematiken kommer jag alltså att, *förutom sådana bud som målbolagets ledning opponerar sig mot, även se bud som på ett eller annat sätt motarbetas av aktieägare som fientliga*. För de fall där ytterligare preciseringar är nödvändig för förståelsen kommer detta att ske i sitt sammanhang.

3.3 Vad är en försvarsåtgärd?

Om man med ett fientligt bud menar ett bud där styrelsen i målbolaget inte tillstyrker budet till aktieägarna, faller det sig naturligt att man *med försvarsåtgärder menar sådana åtgärder som styrelsen vidtar för att förhindra budets fullföljande*. Det är också primärt denna typ av åtgärder som jag tar sikte på i denna uppsats. Dock utsträcker jag, i enlighet med min ovan utvecklade definition av fientliga bud, begreppet försvarsåtgärder till att *också omfatta sådana åtgärder som kräver aktieägarnas stöd på bolagsstämman eller i bolagsordningen*.⁵⁰

Detta sätt att se på och definiera försvarsåtgärder medför inte att den ovan utvecklade diskussionen kring principal agentproblematiken är överflödigt. Även om ett antal försvarsåtgärder för sin giltighet kräver godkännande från en röstmajoritet av aktieägarna, är det ofta företagsledningen som initierar

⁴⁷ Davies & Hopt, *Control Transactions*, s. 158. Utdrag från Kraakman *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, Oxford 2004, s. 157-191.

⁴⁸ Jonsson, s. 889.

⁴⁹ Se om förvärvsteori i avsnitt 2.4 ovan.

⁵⁰ I avsnitt 5.2 nedan behandlas försvarsåtgärder som förekommer i bolagsordningen och vilka alltså kräver aktieägarnas välsignelse.

och driver genomförandet av dessa. Många gånger införs försvarsmekanismer i t.ex. bolagsordningen i förebyggande syfte av så att säga intet ont anande aktieägare, varpå ledningen i ett senare skede kan stödja sig på dessa mekanismer i sitt försvar av bolaget. Man kan se på saken så, att om man med ett fientligt bud avser ett bud som målbolagets ledning opponerar sig emot, så kan man med försvarsåtgärder avse sådana åtgärder som ledningen, med eller utan aktieägarnas stöd, söker vidta för att förhindra detta buds genomförande. Med denna angreppsvinkel ligger principal agentförhållandet hela tiden i bakgrunden.

Det finns olika sätt att kategorisera försvarsåtgärder, och varje sätt har sina förtjänster och brister. Ett första sätt är att skilja mellan *kommersiella och juridiska* försvarsåtgärder. Kommersiella försvarsåtgärder har de fördelarna att de är effektiva och ofta lagliga. Nackdelen är att det är lättare sagt än gjort att genomföra dem. Det brukar sägas att det effektivaste försvaret mot ett fientligt bud är att se till att aktieägarnas avkastning ligger på en sådan nivå att de vill behålla sin investering.⁵¹ En sådan situation är naturligtvis något som alla företag önskar sig men som är få förunnat. Emellertid kan man tänka sig ett antal andra, kommersiella, finansiella och ekonomiska metoder som ett målbolag kan ta till i en fientlig budsituation, och några av dessa kommer att behandlas i avsnitt 5.7 nedan.

Juridiska försvarsåtgärder å sin sida kan delas upp i flera underkategorier. En vanlig utgångspunkt i framställningar är att skilja mellan *förebyggande och akuta* försvarsåtgärder, d.v.s. mellan sådana som antas innan respektive efter det att ett fientligt bud ligger på bordet.⁵² Vidare kan en distinktion göras mellan sådana försvarsåtgärder som *verkar innan* ett bud ett fientligt bud har lämnats och sådana som *verkar efter*.⁵³ Enligt min mening kommer emellertid dylika uppdelningar till korta i några avseenden. För det första kan det vara svårt att se på vilket sätt och med beaktande av vilka regler som försvarsåtgärden vidtas. För det andra finns metoder som verkar både preventivt och akut. För det tredje är många metoder är preventiva i den bemärkelsen att förebereds och utarbetas innan något fientligt bud föreligger, men implementeras och verkar först efter det att ett erbjudande har lämnats. Med detta är inte sagt att det inte i många fall ändå kan vara intressant att poängtera huruvida försvarsåtgärden kan betraktas som preventiv eller akut, bara att detta inte kommer att utgöra den grundläggande kategoriseringen i detta arbete.

Vidare kan man alltså, som ovan utvecklats, dra en skiljelinje mellan sådana försvarsåtgärder som *företagsledningen* kan vidta och sådana som kräver *aktieägarnas* stöd på bolagsstämman.⁵⁴ Trots att man när det gäller

⁵¹ Cooke, s. 253.

⁵² Se t.ex. Hall, Johan, *Försvarsåtgärder mot fientliga bud – rekommendationer för svenska börsnoterade företag*, Examensarbete i associationsrätt, Lunds Universitet, november 1995.

⁵³ Se t.ex. Jonsson.

⁵⁴ De förra brukar ofta karaktäriseras som *svaga* medan de senare betecknas som *starka*. Detta ligger helt i linje med den underliggande teoretiska och principiella diskussionen, och återspeglar det faktum att den grundläggande uppfattningen hos reglerna på området

försvarsåtgärder i första hand kommer att tänka på företagsledningens möjligheter att motverka ett bud, så behandlar framställningar av detta slag i stort sett alltid även sådana åtgärder som kan vidtas mot ett bud endast med stöd av aktieägarna på ett eller annat stadium.⁵⁵ Detta finner sin förklaring i förhållandet att man ofta tar avstamp i och inspireras av olika försvarsåtgärder på den amerikanska marknaden, och att det råder ganska stora skillnader mellan vilka åtgärder som företagsledningen tillåts vidta i USA och i Sverige. Inte heller denna uppdelning kommer att stå modell för den grundläggande dispositionen i denna uppsats, men den kommer likväl att uppmärksammas.

Huvudstrukturen för kategoriseringen av försvarsåtgärder i detta arbete är istället hämtad från Fällman⁵⁶. Genom att dela upp försvarsåtgärderna efter var deras juridiska kärna ligger – vad som utgör den springande punkten – får man enligt min mening en logisk struktur som ger en god förståelse för vilken typ av försvarsåtgärd som det är fråga om och vad som krävs för dess genomförande. Således behandlas i tur och ordning försvarsåtgärder som återfinns i bolagsordningen, i emissionsvillkor och i avtal. Vidare beskrivs de olika sorters försvar som bygger på aktieförvärv, de som är av strukturell karaktär och de som kan ses som kommersiella metoder snarare än juridisk-tekniska.

3.4 Försvarsåtgärder i USA

På samma sätt som inom så många andra ekonomiskt betingade discipliner har utvecklingen när det gäller försvarsåtgärder mot fientliga bud gått före i USA. Även om den första riktigt stora vågen av fientliga företagsförvärv dök upp i Storbritannien på 1950-talet, var det inte förrän fenomenet i början på 1970-talet tog fäste på den amerikanska marknaden som också målbolagen började utveckla och tillämpa mer raffinerade motåtgärder.⁵⁷ Den främsta anledningen till detta står att finna i den ställning som styrelsen intar i amerikanska bolag. I denna uppsats finns inte utrymme för någon omfattande och detaljerad redogörelse av amerikansk aktiebolagsrätt⁵⁸, utan endast vissa generella drag målas upp i syfte att ge en bakgrundsbild till den amerikanska situationen.

är att ett offentligt erbjudande ytterst är riktat till aktieägarna och att dessa skall ha sista ordet. Se t.ex. NBK/OE, Inledning, s. 6.

⁵⁵ Se t.ex. Cooke, Fällman, Jonsson, Moberg & Samuelsson, Schans Christensen och Öster.

⁵⁶ Fällman, Anders, (1990), *Motåtgärder vid företagsförvärv i Sverige*, Särtryck ur betänkande från ägarutredningen (SOU 1990:1, Appendix B, bilaga 2).

⁵⁷ Schans Christensen, s. 43.

⁵⁸ Aktiebolagsrättsliga spörsmål faller till största delen inom ramen för den delstatliga normgivningsmakten, och de skillnader som finns mellan olika delstaters reglering komplicerar bilden ytterligare. I förevarande sammanhang kommer i huvudsak refereras till den inom amerikansk bolagsrätt och framför allt i samband med företagsförvärv så inflytelserika utvecklingen i *Delaware*. Se Hamilton, Robert W., *Corporations*, upplaga 3, Black Letter Series (West Publishing Co.), St. Paul 1992, s. 134-135 och s. 141-142.

Som en utgångspunkt kan sägas att styrelsen i ett amerikanskt bolag intar en starkare och friare ställning gentemot aktieägarna än vad som är fallet i ett svenskt dito.⁵⁹ Som ett uttryck för detta har doktrinen kring den s.k. *business judgement rule* utvecklats, vilken kort sagt är den standard enligt vilken den vård- och lojalitetsplikt som företagsledning har gentemot bolaget skall mätas. Essensen i denna *business judgement rule* är en presumtion att när bolagsföreträdare fattar affärsbeslut så agerar de på en välinformerad basis och i en uppriktigt och god tro om att deras agerande står i samklang med bolagets bästa.⁶⁰ Man håller principen om att affärsmän är de som är bäst skickade att fatta affärsbeslut högt, och menar att det inte är domstolarnas sak att i efterhand kritisera andra beslut än de som på ett tydligt sätt har präglats av en intressekonflikt.⁶¹

På grund av den speciella situation som råder i samband med offentliga uppköpserbjudanden har *the Delaware Supreme Court* genom åren utvecklat en praxis där en hårdare standard tillämpas på företagsledningens agerande i de sammanhangen. I *Unocal*⁶² lanserades den s.k. *enhanced scrutiny rule*, enligt vilken en försvarsåtgärd för att falla inom ramen för *the business judgement rule* ”must be reasonable in relation to the threat posed”⁶³. Bara lite senare fastslogs i det berömda fallet *Revlon*⁶⁴ principen att i den stund som det blir uppenbart att målbolaget kommer att säljas (när bolaget äntrar *the Revlon Zone*) tillåts inte längre ledningen vidta försvarsåtgärder utan har som allt annat överskuggande plikt att söka maximera det kortsiktiga försäljningspriset. ”The directors’ role changed from defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price...”⁶⁵, vilket i fallet medförde att styrelsens lock-up agreement med en white knight bedömdes vara ogiltigt. Denna *the Revlon Duty* kan vid en första anblick synas utgöra ett totalförbud mot försvarsåtgärder så fort ett bud ligger på bordet⁶⁶, men så är inte fallet. Dels inbegriper inte plikten att maximera aktiepriset ett förbud mot att vidta försvarsåtgärder *per se*, dels så har senare praxis på många sätt mjukat upp regeln. I *Paramount*⁶⁷ ansåg domstolen att *the Revlon Duty* inte gäller om ett målbolagets ledning har etablerat en långsiktig strategi vilken inbegriper uttalanden om att vissa typer av kontrollförändringar inte är förenliga med bolagets bästa.⁶⁸ I sådana fall kan vidtagandet av relativt långtgående försvarsåtgärder tillåtas, trots att de inte maximerar det kortsiktiga aktiepriset för aktieägarna.

⁵⁹ Jfr t.ex. Schans Christensen, s. 275.

⁶⁰ Regeln formulerades på detta sätt av Delawares Supreme Court bl.a. i fallet *Aronson v. Lewis*. Se Solomon, Schwartz, Bauman och Weiss, *Corporations Law and Policy – Materials and Problems*, upplaga 3, West Publishing Co., St. Paul 1994, s. 695f.

⁶¹ Solomon *et al.*, s. 1193.

⁶² *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, Del. Supr., 493 A.2d 946 (1985).

⁶³ *Unocal*, s. 955.

⁶⁴ *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings*, Del. Supr., 506 A.2d 173 (1986).

⁶⁵ *Revlon*, s. 182.

⁶⁶ Jfr regeln i NBK/OE II.16, se avsnitt 4.3.1 nedan.

⁶⁷ *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, Del. Supr., 571 A.2d 1140 (1989).

⁶⁸ I fallet hade ledningen i Time upprättat en långsiktig plan för en omstrukturerings av företaget vilken inbegrep en fusion med Warner och enligt vilken vikt lades vid att Time stod kvar som ett publikt bolag. Mot denna bakgrund tillåts Times ledningen motarbeta *Paramounts* kontanterbjudande.

Det är mot denna bakgrund, där alltså bolagsledningen ges en relativt långtgående diskretion avseende vilka beslut som anses vara till bolagets bästa, som den stora mängden sinnrika och ofta komplicerade försvarsåtgärder har vuxit fram. Bruket av olika försvarsåtgärder är och har varit väldigt utbrett; som exempel kan nämnas att närmare 90 % av de publika bolagen i USA år 1990 var utrustade med någon form av försvarsmekanismer.⁶⁹ Den populärast och mest effektiva varianten är poison pills,⁷⁰ mycket beroende på att dessa kan ses som sådan utdelning till aktieägarna som kan beslutas av styrelsen. Mer än hälften av de s.k. *Fortune 500-bolagen*, d.v.s. 500 största bolagen på den amerikanska aktiemarknaden, hade i början av 1990-talet antagit någon form av poison pill.⁷¹ Beslut om nyemissioner ligger inom styrelsens mandat, under förutsättning att det auktoriserade aktiekapitlet inte överskrids.⁷² Även s.k. *shark repellents* är vanligt förekommande, eftersom de flesta av dem kan tas in i de *by-laws* som också de disponeras av styrelsen.⁷³

⁶⁹ Hamilton, s. 446.

⁷⁰ *Ibid.*

⁷¹ Schans Christensen, s. 345. Se om poison pills i avsnitt 5.3 nedan.

⁷² A.a., s. 364. Se om försvarsåtgärder genom nyemissioner i avsnitt 5.4.1 nedan.

⁷³ A.a., s. 308. Se om shark repellents i avsnitt 5.2 nedan.

4 Rättslig reglering

4.1 Inledning

Förfarandet vid förvärv av publika bolag har i Sverige länge saknat särskild civil- och associationsrättslig lagreglering⁷⁴. Visserligen återfinns i aktiebolagslagen (2005:551) (ABL) allmänna regler om hur ett aktiebolag ska förvaltas och vilket handlingsutrymme som ett företags ledning har, men de olika skyddsbehov som gör sig särskilt gällande i samband med ett förvärvserbjudande tillgodoses framför allt genom den självreglering som utvecklats av börsmarknadens aktörer. Med förebild i *the London City Code on Takeovers and Mergers* har Näringslivets Börskommitté (NBK) alltsedan 1971 tillhandahållit rekommendationer och regler rörande offentliga uppköpserbjudanden.⁷⁵ Reglernas efterlevnad har framför allt säkerställts genom att de har inkorporerats i marknadsplatsernas noteringsavtal och därmed blivit avtalsrättsligt bindande för börsbolagen. Vid sidan av denna självreglering, som alltså har direkt bäring på offentliga uppköpserbjudanden, finns ett antal lagar och föreskrifter som på ett eller annat sätt indirekt påverkar handeln med finansiella instrument och därmed även lagligheten av många försvarsåtgärder.

I april 2004 kom Europaparlamentet och EU:s medlemsstater efter årtal av förhandlingar överens om ett direktiv för regleringen av offentliga uppköpserbjudanden. Detta takeover-direktiv, vilket skulle vara implementerat i medlemsstaterna senast den 20 maj 2006, har för svenskt vidkommande i skrivande stund bl.a. resulterat i antagandet av en ny lag (000) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LOUA).⁷⁶ Implementeringsprocessen har föranlett en relativt omfattande genomgång och översyn av den svenska regleringen av uppköpserbjudanden. Framför allt har lagstiftaren behövt ta ställning till i vilken utsträckning som implementeringen skall säkerställas genom en fortsatt självreglering (vilket direktivet i vissa delar ger utrymme för), eller om den (helt eller delvis) skall ersättas av normgivning av högre rang. I detta kapitel 4 kommer den svenska regleringen såsom den ser ut innan takeover-direktivet har implementerats att behandlas. De (i praktiken relativt små) förändringar av regelverket som takeover-direktivet kommer att föra med sig behandlas sedan separat i kapitel 6.

⁷⁴ SOU 2005:58, s. 53. Detsamma gäller i såväl Danmark som Norge, se Clausen & Engsig Sörensen, s. 62.

⁷⁵ NBK/OE, Förord, s. 2.

⁷⁶ Lagen antogs av riksdagen den 17 maj 2006, och träder i kraft den 1 juni 2006.

4.2 Lagar och förordningar

4.2.1 ABL

Den givna startpunkten är ABL. För det första återfinns där alltså allmänna regler om ledningens och bolagsstämmans förvaltning av bolaget, vilka kan få en direkt inverkan på hur dessa tillåts förfara när de ställs inför ett fientligt bud⁷⁷. Dessa är inte särskilt inriktade på att reglera ledningens agerande i samband med uppköpserbjudanden, men framför allt den *allmänna lojalitetsplikt* som åvilar ledningen i ett bolag måste i sådana situationer hållas i bakhuvudet. Lojalitetsplikten är av sådan övergripande art att den i stort sett alltid går att falla tillbaka på för den som vill opponera sig mot målbolagsstyrelsens agerande, och kommer därför att behandlas i ett särskilt avsnitt nedan. Även *likabehandlingsprincipen* spelar en så pass viktig roll i samband med offentliga erbjudanden och utformandet av försvarsåtgärder att den förtjänar egen behandling. Övriga procedur- och förvaltningsinriktade bestämmelser som påverkar utformningen av försvarsåtgärder behandlas i de sammanhang där de blir tillämpliga.

4.2.1.1 Ledningens lojalitetsplikt

Den rättsliga grunden för lojalitetsplikten är oklar, men brukar av tradition sägas härröra från handelsbalkens regler om sysslomannaskap. De flesta är överens om att den plikt som åvilar en bolagsföreträdare inte till alla delar överensstämmer med den som normalt sett läggs på en syssloman, framför allt som bolagsledningen intar en mer självständig ställning *vis-à-vis* sin huvudman än vad sysslomannen gör.⁷⁸ Även om lojalitetsplikten är svårdefinierad menar t.ex. Bergström & Samuelsson att det finns en pedagogisk poäng i att samla en bolagslednings alla skyldigheter gentemot bolaget i en övergripande rättsfigur.⁷⁹ Som vi har sett ovan kan lojalitetsinstitutet ses som lagstiftarens försök att tillhandahålla handlingsdirigerande regler i syfte att sänka ett bolags agentkostnader.⁸⁰

När man letar efter konkreta uttryck för lojalitetsplikten i ABL brukar först och främst jävsreglerna för styrelseledamot respektive VD i ABL 8:23 och 8:34 framhållas. Reglerna stadgar att dessa bolagsorgan inte får handlägga frågor där en risk för intressekonflikter föreligger. Typexemplet är en avtalsrelation mellan en styrelseledamot eller VD och bolaget. Man kan vidare se *generalklausulen* i ABL 8:41⁸¹, vilken är ett (av flera) delar av den

⁷⁷ Se framför allt ABL kapitel 7-8.

⁷⁸ Se t.ex. Dotevall, Rolf, *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2001, s. 128 och jfr Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2005, s. 248.

⁷⁹ Jfr Bergström & Samuelsson, s. 112.

⁸⁰ Se avsnitt 2.2.4 ovan.

⁸¹ En andra generalklausul återfinns i ABL 7:47 och reglerar bolagsstämmans, d v s ägarnas, skyldighet att iaktta likhetsprincipen gentemot varandra.

likabehandlingsprincip som bolagets styrelse och ställföreträdare måste iaktta gentemot aktieägarna, som ett uttryck för en allmän lojalitetsplikt.⁸²

I grund och botten kan man säga att den aktiebolagsrättsliga lojalitetsplikten handlar om att ledningen inte skall tillförsäkna sig några fördelar på bolagets bekostnad. Exakt vad detta innebär i olika konkreta situationer finns inget generellt svar på, utan får avgöras från fall till fall. Särskilt omtvistad, och ur praktisk synvinkel intressant, är frågan gentemot *vem* som lojalitetsplikten skall iakttas. Avses med bolaget endast aktieägarna eller skall även andra intressenter (*stakeholders*) beaktas? Bergströms & Samuelssons ståndpunkt är att för att lojalitetsplikten skall vara meningsfull så måste den vara knuten till en exklusiv huvudman. Eftersom det är aktieägarna som står den finansiella risken och utser styrelsen har dessa även rätt att bestämma gentemot vilka intressen som lojalitetsplikten skall riktas. Andra stakeholders har möjlighet att säkerställa sina intressen på inomobligatorisk väg med bolaget.⁸³ Sandström å andra sidan menar att med bolagets bästa menas just *bolagets* bästa och att vad detta måste bedömas från fall till fall. Enligt Sandström kan man ur skadestandsreglerna i ABL kapitel 29 utläsa att styrelse och ledning har en (begränsad) plikt att också iaktta aktieägarnas och tredje mans intressen, och därför måste en vidare lojalitetsplikt motsatsvis vara reserverad för bolaget.⁸⁴ Av ungefär samma åsikt är Dotevall, som menar att om bolagets intresse endast innefattar aktieägarnas intressen så blir lojalitetsplikten meningslös i de fall där alla aktieägare är överens.⁸⁵

Dessa olika ståndpunkter avseende lojalitetspliktens innehåll kan få konsekvenser för tillåtligheten av olika försvarsåtgärder i en fientlig uppköpssituation. Med Bergströms & Samuelssons sätt att se på saken skulle ledningen bryta mot lojalitetsplikten om inte aktieägarnas intressen iakttogs. Konkret kan man tänka sig att detta betyder att alla andra åtgärder än att söka maximera det omedelbara aktiepriset (kanske framför allt genom att hitta konkurrerande intressenter) då skulle strida mot lojalitetsplikten.⁸⁶ Om man istället tar Sandströms och Dotevalls ståndpunkt som utgångspunkt skulle ledningen kunna vidta sådana åtgärder som står i direkt motsats till aktieägarnas intressen, om detta vore till gagn för bolaget som sådant. Ett exempel här skulle vara att styrelsen eftersätter jakten på högsta möjliga pris till förmån för en budgivare som kanske istället kan garantera en långsiktig trygghet för bolagets anställda och därmed i längden kanske är bättre för bolaget.

4.2.1.2 Likabehandlingsprincipen

En av grundpelarna inom aktiebolagsrätten är den *likhetsprincip* som kommer till uttryck i ABL 4:1. Likhetsprincipen fungerar i teorin som

⁸² Se om likabehandlingsprincipen i avsnitt 4.2.1.2 nedan.

⁸³ Bergström & Samuelsson, s. 111.

⁸⁴ Sandström, s. 249.

⁸⁵ Dotevall, s. 113 f.

⁸⁶ Jfr om the Revlon Duty i amerikansk rätt i avsnitt 3.4 ovan.

motvikt mot huvudregeln om röstmajoritetens handlingsfrihet, och har som praktisk implikation att alla aktier (och därmed aktieägare) *formellt sett* skall likabehandlas.⁸⁷ Likhetsprincipen är inte absolut utan har en rad undantag, såväl i ABL (jfr ABL 4:2-5) som potentiellt sett i bolagsordningen. Ett exempel i mängden är röstvärdesdifferentiering.⁸⁸ För de fall som aktieägarna formellt sett har likabehandlats men i *realiteten* särbehandlats finns generalklausulerna att tillgripa.⁸⁹ Enligt dessa, vilka alltså återfinns i ABL 7:47 respektive 8:41, får varken bolagsstämman respektive ett bolags ledning fatta beslut eller vidta rättshandlingar eller åtgärder som är ”*ägnade att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan*”.

I en förvärvssituation finns alltså även likabehandlingsprincipen med i bakgrunden och kan påverka både utformningen av det offentliga erbjudandet⁹⁰ och tillåtenheten av olika försvarsåtgärder där aktieägare på något sätt särbehandlas. T.ex. vid riktade nyemissioner måste man p.g.a. generalklausulerna vara uppmärksam på att ingen *otillbörlig* reell diskriminering förekommer, även om de formella kraven för likabehandling har uppfyllts.⁹¹

4.2.1.3 Övriga relevanta regler i ABL

Förutom de förvaltnings- och procedurbetonande regler som redogjorts för ovan finns en mängd andra regler i ABL som mer eller mindre indirekt påverkar utformningen av eller möjligheten till olika försvarsåtgärder. Gemensamt för de flesta av dessa regler är att de handlar om aktierna och dess rättigheter; hur man får förfara med befintliga aktier och vilka regler som gäller för utgivandet av nya. Det rör sig om allmänna regler om aktierna i ABL kapitel 4, om ökning av aktiekapitalet och utgivande av nya aktier i kapitel 11, om nyemission av aktier i kapitel 13, om teckningsrätter och konvertibla skuldebrev i kapitel 14-15, om vissa emissioner riktade till bolagets ledning i 16 kap., om förvärv av egna aktier i kapitel 19 samt om tvångsinlösen och fusioner i kapitel 22-23. Som exempel kan anföras reglerna i ABL 19:13-30 om vilka begränsningar som gäller för förvärv och överlåtelse av egna aktier, vilka direkt påverkar möjligheten till försvar genom s.k. *green-mail*.⁹² Mera konkret hur de olika reglerna får återverkningar på försvarsåtgärder kommer att redogöras för i den materiella kontext där varje särskild regel aktualiseras.

⁸⁷ Se t.ex. Johansson, Svante, *Nials Svensk associationsrätt i huvuddrag*, upplaga 8:1, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2001, s. 149.

⁸⁸ Se om röstvärdesdifferentiering som försvarsåtgärd i avsnitt 5.2.7 nedan.

⁸⁹ Sandström, s. 197. Som exempel anger Sandström ett för bolaget ogynnsamt avtal med en majoritetsägare, vilket formellt sett drabbar alla aktieägare lika men i realiteten särbehandlar minoritetsägarna.

⁹⁰ Att budgivaren måste likabehandla aktieägarna i målbolaget är en av de absoluta grundpelarna i NBK/OE. Jfr avsnitt 4.3.1 nedan.

⁹¹ Se om riktade nyemissioner i avsnitt 5.4.1 nedan.

⁹² Se om green mail i avsnitt 5.5.1 nedan.

4.2.2 Övriga lagar och förordningar

Vid sidan av ABL finns några ytterligare författningar, framför allt på börsrättens område, som påverkar utformningen och tillåtligheten av försvarsåtgärder. Den viktigaste av dessa är antagligen lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument (LHF), vilken omfattar regler för hur handeln med finansiella instrument ska gå till. Portalparagrafen LHF 1:2 föreskriver att handel med finansiella instrument skall bedrivas så, att allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden upprätthålls och enskildas kapitalinsatser inte äventyras. LHF är en av de tre lagar som i början på 1990-talet instiftades i syfte att åstadkomma en modern och uppdaterad reglering av värdepappersmarknaden.⁹³ Från att i början inte ha varit särskilt omfattande har lagen genom åren svällt. Det senaste tillskottet är de prospektregler för vissa offentliga erbjudanden och fusioner som sedan den 1 januari 2006 återfinns i lagens kapitel 2a och b. LHF kompletteras vidare av FI:s föreskrifter på området, av vilka ett flertal kan påverka utformandet av en försvarsåtgärd.

De övriga två lagarna i det ovannämnda reformpaketet är lagen (1991:981) om värdepappersrörelse (LVPR) och lagen (1992:543) om börs- och clearingverksamhet (LBC). Den förstnämnda innehåller regler för företag som yrkesmässigt tillhandahåller tjänster på värdepappersmarknaden,⁹⁴ medan den senare reglerar börshandel och clearing och avveckling av handel med finansiella instrument. T.ex. framgår av LBC 4:2 första stycket att en börs skall ha ändamålsenliga regler om hur handeln vid densamma skall gå till och av LBC 4:8 att en börs skall ha en disciplinnämnd med uppgift att handlägga ärenden om medlemmars och bolags överträdelse av regler som gäller vid börserna. Skulle ett bolag åsidosätta lag, annan författning eller börsernas regler och överträdelsen är allvarlig, kan bolagets fondpapper i värsta fall avnoteras eller medlemmens medlemskap sägas upp. Är överträdelsen av mindre allvarligt eller ursäktligt slag kan bolaget eller medlemmen åläggas att betala vite alternativt undkomma med en varning.⁹⁵

Av betydelse i förvärvssituationer kan också lagen (2005:377) om straff för marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument (MML) och lagen (2000:1087) om anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument (AnmL) vara. MML innehåller den straffrättsliga regleringen avseende marknadsmissbruk (begreppet omfattar insiderhandel, röjande av insiderinformation och otillbörlig marknadspåverkan) av personer som befinner sig i en insynsposition och kriminaliserar utnyttjandet av dessas informationsövertag. AnmL innehåller kompletterande administrativa

⁹³ Beckman, Jansson, Wallin-Norman och Wendelby, *Lagarna på värdepappersområdet – en kommentar till insiderstrafflagen m.fl. lagar*, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2002, s. 98. – Till följd av ett nytt EG-direktiv (2004/39/EG) om marknader för finansiella instrument (det s.k. MiFID-direktivet) pågår för närvarande en ny översyn av lagbestämmelserna på värdepappersområdet, se SOU 2006:50 *En ny lag om värdepappersmarknaden*.

⁹⁴ Se om försvar som bygger på att bedriva tillståndspliktig verksamhet – s.k. trygg hamn – i avsnitt 5.6.2 nedan.

⁹⁵ OMX Stockholmsbörsens hemsida <http://www.omxgroup.se> och prop. 2005/06:140 s. 38.

bestämmelser, och anger en skyldighet för bl.a. personer med insynsställning i ett bolag att anmäla sitt aktieinnehav i detsamma. Konkurrenslagen (1993:20) (KKL) spelar stor roll i samband med företagsförvärv, och kan därmed också påverka utformandet av försvarsåtgärder.

En viktig roll spelar alltså också FI, dels genom de föreskrifter (FFFS) som den utfärdar och dels genom sin funktion som tillsynsmyndighet. Genom åren har FI:s makt kommit att omfatta allt fler områden, och är t.ex. FI den myndighet som svarar för auktoriseringen av alla centrala marknadsaktörer (såsom fondhandlare). Bland föreskrifterna märks i förevarande sammanhang bl.a. FFFS 1995:43 om inregistrering av fondpapper m.m. och FFFS 2005:6 om aktiebolags förvärv och överlåtelse av egna aktier.

4.3 Självreglering

4.3.1 NBK/OE

Som ovan beskrivits utarbetade Näringslivets Börskommitté (NBK)⁹⁶ år 1971 den första rekommendationen angående offentliga erbjudanden om aktieförvärv. Rekommendationen – som lånade sina grunddrag från the London City Code on Takeovers and Mergers – fungerade väl och vann allmän tillämpning. Den har reviderats vid några tillfällen, senast i september 2003 då rekommendationen ändrade namn till *Regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv* (NBK/OE).

NBK/OE behandlar alltså förfarandet vid offentliga uppköpserbjudanden. Bl.a. finns regler om vilken information som budgivaren skall lämna i samband med erbjudandet, regler om vilka villkor som kan ställas upp, regler om budplikt samt regler om vilka åtgärder som ett målbolag får vidta under ett erbjudande. Tillsammans med de övriga regler som NBK har utfärdat⁹⁷ skall NBK/OE ”tillförsäkra aktieägarna i målbolaget vissa grundläggande rättigheter och garantera dem en rättvis behandling”⁹⁸. Behovet av sådana regler beror på den speciella situation som råder på en anonym aktiemarknad, där köpare och säljare vanligtvis inte står i direktkontakt med varandra och där aktieägare har att ta ställning till ett

⁹⁶ NBK bildades år 1968 av Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare och drivs idag av den ideella Föreningen för god sed på aktiemarknaden, vilken har tio medlemmar. NBK:s huvudsyfte är att verka för god sed på aktiemarknaden. Se NBK:s hemsida <http://www.nbk.ihb.se>.

⁹⁷ Bl.a. *Regler angående information om ledande befattningshavares förmåner* (2002) (Informationsreglerna), om *Offentliggörande vid förvärv och överlåtande av aktier m.m.* (1994) (de s.k. Flagningsreglerna) och om *Utförning av prospekt* (1999). Dessa senare upphörde att gälla den 1 januari 2006, då de nya prospektreglerna i LHF kapitel 2 a och b trädde ikraft.

⁹⁸ NBK/OE, s. 5.

uppköpserbjudande på grundval av den information som finns i förvärvarens prospekt.

Målbolagets agerande vid ett uppköpserbjudande regleras i de tre punkterna II.14-16. Enligt II.14 har målbolagets styrelse en skyldighet att klargöra om den tillstyrker, avstyrker eller inte vill ta ställning till budet. Styrelsens inställning ska åtföljas av en motivering. II.15 anger att styrelsen kan behöva ta ställning till i vilken utsträckning och på vilka villkor som en budgivare ska få genomföra en due diligence-undersökning av bolaget, och att styrelsen härvid skall sträva efter att begränsa undersökningen till vad som är nödvändigt. Punkten II.16 så behandlar vilka åtgärder som målbolaget får vidta i en förvärvssituation. Bestämmelsen lyder i sin helhet:

”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 allvarligt menat erbjudande är nära förestående, eller har ett sådant erbjudande lämnats, får i målbolaget inte utan stöd av bolagsstämmans beslut vidtas någon åtgärd, som typiskt sett är ägnad att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande.”

Som framgår så är utgångspunkten för bestämmelsen ett nära nog totalt förbud för målbolagets styrelse att motarbeta ett offentligt erbjudande. Samtidigt måste frågor kunna ställas angående vilka åtgärder som *typiskt sett är ägnade att försämra förutsättningarna för ett erbjudandes lämnande eller genomförande*. I kommentaren till bestämmelsen ges exemplen riktade emissioner, apportemissioner, återköp av egna aktier, överlåtelse eller förvärv av tillgångar eller erbjudande till aktieägarna i budgivarbolaget eller något annat bolag att förvärva deras aktier. De flesta av de försvarsåtgärder som man kan tänka sig att en bolagsledning kan vidta träffas alltså, vilket kommer att framgå av redogörelsen för de olika försvarsåtgärderna i kapitel 5 nedan. Det poängteras också i kommentaren att uppräknningen på intet sätt är uttömmande och att avgöranden får ske från fall till fall.

Ändå torde det finnas utrymme att argumentera för en viss möjlighet för en företagsledning att vidta sådana åtgärder som kanske visserligen försämrar förutsättningarna för budets lämnande eller genomförande, men som vidtas i god tro om att detta sker i aktieägarnas bästa intresse. Enligt kommentaren är det tillåtet för ett målbolags styrelse att föra förhandlingar med andra potentiella budgivare (*white knights*) i syfte att driva upp priset.⁹⁹ Vidare finns möjligheten att ansöka om dispens hos AMN om att få vidta sådana åtgärder som omfattas av förbudet. Enligt min mening torde också det argumentet kunna drivas att åtgärder som faller inom ramen för den löpande affärsverksamheten och är en ”normal” investering, inte i alla fall kan sägas vara ägnade att, typiskt sett, försämra förutsättningarna för budets lämnande eller genomförande. Nyligen har AMN uttalat att regeln inte syftar ”till att

⁹⁹ Se mera om white knights i avsnitt 5.4 nedan.

hindra målbolaget från att vidta åtgärder som är sakligt motiverade för den löpande skötseln av verksamheten, även om de av någon anledning skulle ogillas av en budgivare”.¹⁰⁰ Det rör sig naturligtvis om gränsfall, och avgörande får ske från fall till fall genom försök att objektivt fastställa den verkliga avsikten med åtgärden i fråga.

4.3.2 Aktiemarknadsnämnden

Av stor betydelse för hur man får agera i samband med offentliga uppköpserbjudanden är den praxis som har utvecklats av AMN. Med förebild i engelska *The Panel on Take-Overs and Mergers* och mot bakgrund av den under 1980-talet alltmer ökande handeln med aktier samt debatten kring de riktade emissionerna i den s.k. Leo-affären inrättades 1986 AMN.¹⁰¹ Medan NBK utarbetar generella riktlinjer och rekommendationer skall AMN i enskilda fall göra (offentliga)¹⁰² uttalanden om huruvida NKB:s regler och det börsrättsliga regelverket i stort har följts.¹⁰³

I princip varje åtgärd av ett aktiemarknadsbolag eller en aktieägare i ett sådant bolag, vilken kan få betydelse för handeln med aktien, kan bli föremål för AMN:s bedömning.¹⁰⁴ Genom åren har emellertid ungefär två tredjedelar av nämndens uttalanden rört offentliga uppköpserbjudanden, och under de senaste åren har detta varit fallet med nästan alla uttalanden.¹⁰⁵ AMN:s aktivitet har ökat rejält de senaste åren; sedan starten 1986 har ungefär 300 offentliga uttalanden gjorts, varav 52 stycken år 2005.¹⁰⁶

AMN kan enligt NBK/OE ge besked om hur dessa regler skall tolkas och tillämpas samt medge undantag från reglerna.¹⁰⁷ En stor del av nämndens uttalanden rör undantag från reglerna om budplikt, vilket oftast meddelas på villkor att den budpliktige inom en viss tid avyttrar sina aktier till en nivå under den som gäller för budplikt. Uttalanden rörande tolkningen av t.ex. NBK/OE initieras ofta av budgivare som planerar ett erbjudande, men kan även påkallas av Stockholmsbörsen eller tas upp av nämnden på eget initiativ.¹⁰⁸

¹⁰⁰ AMN 2005:47 – *Målbolags åtgärder vid fientliga bud (Skandia, bud från Old Mutual)*, s. 4. Se mera om detta uttalande i avsnitt 4.3.2 nedan.

¹⁰¹ Kristiansson, Björn, *Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år*, Juristförlaget, Stockholm 1996, s. 21f. I likhet med NBK drivs AMN av Föreningen för god sed på aktiemarknaden och skall verka för god sed på aktiemarknaden. AMN består av en ordförande, högst fyra viceordförande och högst tjugo övriga ledamöter. Vid handläggningen av ett ärende skall nämnden bestå av minst fyra och högst åtta ledamöter, förutom vid principiellt viktigare som behandlas i plenum. Se AMN:s hemsida <http://www.aktiemarknadsnamnden.se>.

¹⁰² Ungefär tre fjärdedelar av AMN:s uttalanden har offentliggjorts; framför allt uttalanden om planerade aktiviteter är konfidentiella, prop. 2005/06:140, s. 39.

¹⁰³ Kristiansson, s. 23.

¹⁰⁴ A.a., s. 27.

¹⁰⁵ Prop. 2005/06:140, s. 40.

¹⁰⁶ Prop. 2005/06:140, s. 39.

¹⁰⁷ NBK/OE I.2.

¹⁰⁸ Prop. 2005/06:140, s. 40.

En relativt liten del av AMN:s uttalanden har rört målbolagets agerande vid ett uppköpserbjudande. Under nämnden första tio verksamhetsår handlade endast fyra fall om försvarsåtgärder. I uttalande 1992:6 menade AMN att de *shark repellents* som Sandvik hade infört i sin bolagsordning och som medförde att framtida uppköp av bolaget skulle försvåras visserligen medförde betänkligheter men inte kunde anses strida mot god sed på aktiemarknaden.¹⁰⁹ I fallet rörde det sig om speciella röstpluralitetsregler vid avyttring av vissa tillgångar, erbjudandeplikt och regler för till- och avsättning av styrelseledamöter.¹¹⁰ Uttalandet har numera ett antal år på nacken och måste behandlas med viss försiktighet.

Av betydligt senare datum är AMN:s uttalanden i den Sydafrikanska försäkringsjätten Old Mutuals (OM) omstridda förvärv av Skandia.¹¹¹ I AMN 2005:47 behandlades styrelsens agerande i målbolaget Skandia, efter anklagelser från OM att detta i flera avseenden skulle strida mot NBK/OE II.16. Bl.a. hade Skandias styrelseordförande skickat ett brev till alla större aktieägare i OM, i vilket han uppmanade dessa att stoppa budet, som enligt hans mening stred mot etablerad svensk marknadspraxis. Härvid uttalade AMN att de motåtgärder som inte är tillåtna skall vara ”dels relativt ingripande, dels av väsentlig materiell betydelse, finansiellt eller affärsmässigt”¹¹². Visserligen var åtgärden att skicka brevet direkt inriktad på att söka förmå OM:s aktieägare att stoppa budet (genom att på OM:s bolagsstämma rösta emot den nödvändiga riktade nyemissionen) och i det avseendet respekterade åtgärden inte principen att ett offentligt erbjudande är en angelägenhet mellan budgivaren och målbolagets aktieägare. Dock är de åtgärder som enligt kommentaren till NBK/OE II.16 anses vara otillåtna inte av samma karaktär som att skicka ett brev till budgivarens aktieägare.¹¹³ Efter att ha inhämtat från den engelska *The Panel* att den inte skulle ha betraktat motsvarande åtgärd som otillåten, meddelade AMN att åtgärden inte heller enligt dess mening stod i strid med NBK/OE.¹¹⁴

4.3.3 Marknadsplatsernas noteringsavtal

Anledningen till den stora genomslagskraft som NBK/OE och AMN:s uttalanden har haft är framför allt att NBK:s regler sedan 1977 är en bilaga till Stockholmsbörsens inregistreringskontrakt (nu noteringsavtal).¹¹⁵ Numera är NBK/OE även intagna i NGM:s (Nordic Growth Market) och AktieTorgets noteringsavtal.¹¹⁶ Bolag – både budgivare och målbolag – som

¹⁰⁹ AMN 1992:6 (*Sandvik*).

¹¹⁰ Se mera om dessa *shark repellents* i avsnitten 5.2.1, 5.2.4 och 5.2.7 nedan.

¹¹¹ Inte mindre än sex gånger tog AMN upp affären för behandling: AMN 2005:32, 2005:33, 2005:36, 2005:38, 2005:47 och 2005:48.

¹¹² AMN 2005:47, s. 7.

¹¹³ Jfr avsnitt 4.3.1 ovan.

¹¹⁴ AMN 2005:47, s. 5-8.

¹¹⁵ Jonsson, s. 888. Förutom NBK/OE omfattas också Informationsreglerna och Flagningsreglerna, se Noteringsavtalet, bilaga 2.

¹¹⁶ Prop. 2005/06:140, s. 38.

är noterade på dessa marknadsplatser är med andra ord kontrakträttsligt bundna *gentemot marknadsplatserna* att iaktta NBK/OE, och därmed också AMN:s uttalanden. Skulle t.ex. Noteringsavtalet överträdas blir det ett fall för börsens disciplinkommitté, med avnotering av bolaget som möjlig konsekvens.¹¹⁷ Stockholmsbörsens beslut att utkräva vite för brott mot NBK/OE, och därmed Noteringsavtalet, prövades och fastställdes av HD i fallet Företagsfinans.¹¹⁸

För budgivare som inte är noterade vid någon av dessa marknadsplatser är NBK/OE med andra ord inte bindande, vilket naturligtvis är ett potentiellt problem. Dock föreskrivs numera i NBK/OE att en budgivare i sitt erbjudandeprospekt skall ange att för erbjudandet gäller NBK/OE och AMN:s besked om tolkning och tillämpning därav.¹¹⁹ Detta innebär ett bindande åtagande från budgivarens sida gentemot målbolagets aktieägare att följa reglerna och AMN:s uttalanden, och sedan denna regel infördes i NBK/OE den 1 september 2003 har samtliga budgivare tagit in en sådan föreskrift i sina erbjudandeprospekt.¹²⁰

¹¹⁷ Se mera om börsernas disciplinkommittéer i avsnitt 4.2.2 ovan.

¹¹⁸ NJA 1985 s. 343.

¹¹⁹ NBK/OE, II.3.

¹²⁰ Prop. 2005/06:140, s. 37f.

5 Försvarsåtgärder i svenska börsbolag

5.1 Inledning

Beijerinvests bud på Företagsfinans år 1979 brukar framhållas som det första fientliga uppköpserbjudandet i Sverige.¹²¹ Ett av de senare är alltså OM:s massmedialt mycket uppmärksammade förvärv av Skandia under åren 2005 och 2006¹²². Hur många offentliga uppköpserbjudanden som däremellan kan betecknas som fientliga är svårt att avgöra, framför allt med tanke på att det kan vara svårt att definiera ett fientligt bud.¹²³ Klart är att andelen fientliga bud och förvärv är relativt sett lägre än på den amerikanska marknaden, vilket till största delen torde bero på det svenska näringslivets genomgripande struktur. Medan flertalet av de börsnoterade bolagen i såväl USA som i Storbritannien uppvisar en väldigt splittrad ägarbild, domineras svenska storbolag normalt sett av ett fåtal starka ägare vilkas makt säkerställs genom en omfattande röstvärdesdifferentiering.¹²⁴ Därtill kommer den i svenska företag relativt höga graden av ömsesidigt och cirkulärt ägande som håller icke-önskade aktörer borta från banan.¹²⁵

Ländernas olika ägarstrukturer har alltså fått konsekvenser för utformandet och förekomsten av försvarsåtgärder. I USA betyder de svaga ägarna att styrelsen får en stark ställning och att uppfinningsrikedom avseende försvarsåtgärder är stor.¹²⁶ I Sverige medför de starka ägarna svagare styrelser och ett mindre utrymme för motåtgärder. Därmed inte sagt att försvarsåtgärder inte förekommer i svenska börsbolag. I den undersökning som Företagsförvärvsutredningen genomförde i början på 1990-talet kunde konstateras att av de femton fientliga uppköpserbjudanden som utredningen hade identifierat från det närmast föregående decenniet, var motståndet i elva fall så effektivt att förvärven aldrig genomfördes.¹²⁷ De flesta försvarerna var att karaktärisera som preventiva, men i några av fallen handlade det om akuta ageranden från målbolagets styrelse. Som exempel kan anföras Skåne-Gripens tillvägagångssätt i samband med företaget Actives förvärvsförsök. Skåne-Gripen såg dels till att särnotera de röststarka A-aktierna från de röstsvagare B-aktierna för vilka Active hade bjudit samma pris, med påföljd att kursen på A-aktierna steg, dels kallade man till extra

¹²¹ SOU 1990:1, s. 37.

¹²² Enligt ett pressmeddelande från TT nådde OM måndagen den 13 mars 2006 90,02 % av aktieinnehavet i Skandia.

¹²³ Jfr avsnitt 3.2 ovan.

¹²⁴ Se t.ex. Bolagskoden, kapitel 1.2.

¹²⁵ Jfr Jonsson, s. 911 och Sandberg s. 48-49. Se mer om korsvist ägande i avsnitt 5.6.1 nedan.

¹²⁶ Se avsnitt 3.4 ovan.

¹²⁷ SOU 1990:1, s. 38.

bolagsstämma för att besluta om en riktad nyemission i syfte att späda ut Actives innehav, och dels förberedde man ett omfattande ömsesidigt ägande med ett par andra företag för att skydda sig mot andra fientliga förvärvsförsök.¹²⁸

Detta kapitel innehåller en genomgång av de vanligaste försvarsåtgärderna, uppdelade och systematiserade efter hur de är konstruerade och vari deras kärna ligger. Det är emellertid mycket viktigt att komma ihåg att det inte går några vattentäta skott mellan de olika kategorierna, och att det ligger en stor fara i att stirra sig blind på hur uppdelningen är gjord här. Många gånger förekommer element av flera olika kategorier i en och samma försvarsåtgärd, och själva poängen med försök att utforma effektiva försvarsåtgärder är att de inte skall kunna angripas med stöd av ett par enkla definitioner.

5.2 Försvarsåtgärder i bolagsordningen

Många försvarsåtgärder utgörs av sådana bestämmelser i målbolagets *bolagsordning* som försvårar, fördyrar eller kanske t.o.m. förhindrar det fientliga budets genomförande. Det är alltså fråga om sådana försvarsmetoder som en viss, kvalificerad majoritet av ägarna kan besluta om.¹²⁹ Även om det att formellt sett är ägarna som på stämman fattar beslutet, är det nog inte alltför vågat sagt att det i praktiken förhåller sig så att de flesta förändringarna i bolagsordningen initieras och drivs igenom av styrelsen.

Eftersom det handlar om försvarsåtgärder som i teorin sanktioneras av ägarna och som därför inte väcker de ovan nämnda aspekterna av principal agentproblematiken,¹³⁰ finns inte heller samma principiella skäl att förbjuda dem. Så länge som de bestämmelser som tas in i bolagsordningen inte strider mot ABL eller andra författningar så är det egentligen bara ägarnas egen uppfinningsrikedom som sätter gränser för vilka försvarsmekanismer som kan konstrueras. Problemet är inte ledningens exploatering av ägarnas förmögenhet, utan istället majoritetens eventuella exploatering av minoritetens dito.¹³¹ Just eftersom försvarsåtgärder i bolagsordningen inte omfattas av något generellt förbud utan i första hand begränsas av minoritetsskyddsreglerna, kan dessa generellt sett klassificeras som kraftfulla.¹³²

¹²⁸ SOU 1990:1, s. 40.

¹²⁹ Enligt huvudregeln i ABL 7:42 krävs för ändring av bolagsordningen godkännande av minst två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna som de aktier som finns företrädda på stämman. För vissa, mer ingripande förändringar (såsom att aktieägarnas rätt till bolagets vinst minskas eller att rättsförhållandet mellan aktierna rubbas) krävs enligt ABL 7:43-45 en mer kvalificerad majoritet. Reglerna är en del av minoritetsskyddet i ABL.

¹³⁰ Se ovan avsnitt 2.2.

¹³¹ Jfr Jonsson, s. 908.

¹³² Hall ser samtliga försvarsåtgärder i bolagsordningen som preventiva, se Hall, s. 53ff.

I USA går försvarsåtgärder i bolagsordningen ofta under samlingsnamnet *shark repellents*,¹³³ eller ”hajpulver”¹³⁴. En mindre fantasifull benämning, som kanske bättre förklarar vad det är fråga om, är *anti takeover charter amendments*. Den stora skillnaden mellan USA och Sverige när det gäller dessa försvarsåtgärder är att enligt amerikansk rätt är det möjligt att anta många av dem i ett bolags *by-laws*. Till skillnad från ett bolags *charter* står det vanligtvis styrelsen fritt att ändra i the *by-laws*, vilket gör att också *shark repellents* ses som ett styrelseverktyg i USA.¹³⁵ The *charter* kan närmast liknas vid den del av en svensk bolagsordning som innehåller de obligatoriska uppgifter vilka enligt ABL måste finnas med, såsom firma, verksamhetens syfte, styrelsens säte, antal aktier och aktiekapitalets storlek och antal styrelseledamöter. Innehållet i the *by-laws* kan liknas vid den fakultativa reglering som kan införas i en bolagsordning, vilket medför ett relativt stort utrymme för försvarsåtgärder för styrelsens del.¹³⁶

5.2.1 Restriktioner vid val och entledigande av styrelseledamöter

S.k. omlottstyrelser var länge en beprövad försvarsmekanism som numera, i och med en förändring i 1998 års revidering av ABL¹³⁷, inte längre är tillämpbar i Sverige. I USA går metoden under beteckningen *staggered boards* och är tillåten i ett flertal delstater.¹³⁸ Jag ska därför ändå beskriva hur den tekniska konstruktionen ser ut, vilket i sin tur leder till en förklaring till varför metoden inte längre är tillåten i Sverige.

Metoden innebar att man införde bestämmelser i bolagsordningen om längre mandattider¹³⁹ och om särskild kvalificerad majoritet vid entledigande av styrelseledamöter. Det var fråga om en svag försvarsåtgärd¹⁴⁰ eftersom den endast fördyrade och försvårade för budgivaren att ta kontroll över målbolagets styrelse (och därmed målbolaget) men inte innebar att själva aktieförvärvet försvårades i juridisk-teknisk mening. Eventuellt kan man tänka sig att en potentiell budgivare blev så pass avskräckt av den extra tid det skulle ta att erövra kontrollen att denne avstod från att överhuvudtaget lämna ett bud, varför metoden kan karaktäriseras som förebyggande¹⁴¹.

I ett första steg förlängdes styrelseledamöternas mandatperiod från ett till t.ex. fyra år, vilket enligt ABL 8:13 2 st. är den längsta tid för vilken en ledamot kan utses. För att en sådan förlängning skulle bli verkningsfull

¹³³ Se t.ex. Schans Christensen, s. 308. och Öster s. 13. Jfr dock Jonsson, s. 893, som verkar se *shark repellents* som ett samlingsnamn för försvarsåtgärder i allmänhet.

¹³⁴ Jfr Fällman, s. 87 (fotnot 2).

¹³⁵ Se Schans Christensen, s. 308.

¹³⁶ Jfr Sandström, s. 73 ff. och Schans Christensen, s. 308.

¹³⁷ Prop. 1997/98:99 *Aktiebolagets organisation*.

¹³⁸ Schans Christensen, s. 333.

¹³⁹ Mandattiden är annars enligt huvudregeln i ABL 8:13 ett år. Observera att Bolagskoden kräver att ledamöter utses för ett år i taget, artikel 3.2.6.

¹⁴⁰ Se Jonsson, s. 895.

¹⁴¹ Jfr Hall, s. 54.

måste sedan i bolagsordningen tas in en bestämmelse om att en styrelseledamot inte skall kunna avsättas i förtid med annat än en mycket kvalificerad majoritet, t.ex. nio tiondelar av aktiernas röstvärde. Enligt huvudregeln kunde en styrelseledamot nämligen avsättas i förtid med enkel majoritet på bolagsstämman¹⁴². Som ett sista led måste också bolagsordningen ändras på så sätt att bestämmelsen om särskild kvalificerad majoritet för beslut om förtida avgång i sig inte kan ändras med annat än samma kvalificerade majoritet.

Resultatet av den beskrivna konstruktionen var att styrelsens ledamöter i princip inte gick att avsätta under innevarande mandatperiod, vilket naturligtvis väckte frågor av corporate governance-karaktär. Redan tidigare hade en debatt förts angående hur pass sträng majoritet som det var möjligt att kräva i bolagsordningen utan att det skulle strida mot aktiebolagsrättens grunder¹⁴³. I motiven till 1998 års revision av ABL pekade man så på att aktieägarnas möjlighet att när som helst entlediga de styrelseledamöter som utses av stämman är grundläggande i främjandet av en aktiv ägarstyrning. Särskilt poängterades risken att möjligheten att införa krav på kvalificerad majoritet för förtida avgång kunde användas som försvarsåtgärd i samband med ett ägarskifte i publika bolag, och man menade att detta var ett önskat resultat.¹⁴⁴ En regel¹⁴⁵ infördes därför att man i bolagsordningen inte får införa strängare majoritetskrav för entledigande av styrelseledamot än vad som gäller enligt huvudregeln för ärenden som inte avser val, d.v.s. absolut majoritet. Noterbart är att bestämmelsen enbart gäller för publika bolag.¹⁴⁶

Förutom den ovan nämnda tekniken, där möjligheten att i förtid avsätta styrelseledamöter kopplas till förlängda mandattider, rymmer beteckningen staggered boards ytterligare ett par situationer, vilka båda har blivit verkningslösa i och med förändringen i ABL. Den första varianten går ut på att styrelseledamöterna delas in i olika grupper med förlängda mandattider, varpå endast en grupp i taget väljs om på ordinarie bolagsstämma¹⁴⁷. Den andra – kumulativ röstning (*cumulative voting*) – har karaktären av minoritetsskyddsregel, och fungerar på så sätt att en aktieägarminoritet utser det antal styrelseledamöter som motsvarar dess andel av det totala antalet röster på stämman¹⁴⁸. Ingen av dessa två varianter är emellertid verkningsfulla om de inte samtidigt kan kombineras med en bestämmelse

¹⁴² Se ABL-75 8:11 jämfört med 9:28.

¹⁴³ Se t.ex. Fällman, s. 65 och Jonsson, s. 896.

¹⁴⁴ Se prop. 1997/98:99, s. 84.

¹⁴⁵ Numera ABL 7:40 3 st. och 7:59.

¹⁴⁶ Vid 1998 års revision förbjöds bolag även att i bolagsordningen föra in strängare majoritetskrav än relativ majoritet vid val av styrelseledamöter, en regel som gäller för såväl privata som publika bolag. Se ABL 7:41 och prop. 1997/98:99, s. 81. Särskilda majoritetskrav för val torde dock ha varit ovanligare som försvarsåtgärd, eftersom en sådan bestämmelse även skulle ha inskränkt de nuvarande ägarnas möjlighet till kontroll över styrelsen.

¹⁴⁷ Detta synes vara den ursprungliga betydelsen av termen staggered boards, jfr Schans Christensen, s. 333-334.

¹⁴⁸ Om en minoritetsägare t.ex. innehar 30 % av röstetalet utser denna tre ledamöter i en styrelse om tio.

om begränsad möjlighet till förtida avsättning, och är därför knappast längre av någon praktisk betydelse i noterade bolag.

5.2.2 Äganderättsbegränsningar

Utgångspunkten i ABL 4:7 är att aktier är fritt överlåtbara, en grundprincip som dock är underkastad eventuella bestämmelser i bolagsordningen om förbehåll enligt ABL 4:8, 18 eller 27.¹⁴⁹ Före Sveriges inträde i den Europeiska Unionen 1995 fanns också en möjlighet att i bolagsordningen föra in äganderättsbegränsningar med avseende på utlandskontrollerade juridiska personer. Denna möjlighet till att inskränka äganderätten för vissa slag av aktieägare hade sin grund i ABL 1975 17:1. Lagrummet användes framför allt för att i bolagsordningen föra in bestämmelser om utlänningsförbehåll, i syfte att se till att bolaget inte betraktades som utlandskontrollerat enligt lagen (1982:617) om utländska förvärv av svenska företag m.m. Dock var det möjligt att inskränka äganderätten i högre grad än vad som var nödvändigt för detta syfte, samtidigt som det inte ansågs möjligt att ha en generell föreskrift om att ingen fick äga mer än ett visst antal aktier i bolaget.¹⁵⁰ Som antytts medförde EU-inträdet naturligtvis att denna regel förebjods i den mån den skulle verka diskriminerande gentemot fysiska eller juridiska personer inom EES-området, och i samma veva togs möjligheten att hindra utlandskontrollerade personer från att äga aktier i svenska bolag helt bort.¹⁵¹

5.2.3 Rösträttsbegränsningar

I ABL-75 9:3 första stycket fanns en regel om att ingen kunde rösta för mer än 20 % av de på bolagsstämman företrädda aktierna. Denna s.k. tjugoprocentsregel var emellertid fakultativ och ett bolag kunde i sin bolagsordning föreskriva att var och en fick rösta för sitt fulla antal aktier. Enligt Aktiebolagskommitténs undersökning 1994 hade nio av tio bolag på Stockholms Fondbörs valt att föra in en sådan bestämmelse i sin bolagsordning.¹⁵² Av denna anledning, och för att öka utrymmet för aktiva ägare i bolagen, avskaffade man vid 1998 års revision av ABL tjugoprocentsregeln.¹⁵³ Istället är nu huvudregeln i ABL 7:8 att en aktieägare får rösta för det fulla antalet aktier som denne äger eller företräder, och eventuella rösträttsbegränsningar måste föras in i bolagsordningen. Sådana röstkvotsklausuler (*limited voting*) kan visserligen fungera som en försvarsmetod genom att de försvårar möjligheten att ta kontroll över bolaget. Ändå är det relativt ovanligt med

¹⁴⁹ Se om dessa förbehåll i avsnitt 5.2.6 nedan.

¹⁵⁰ Fällman, s. 68.

¹⁵¹ Lag (1992:1238) med upphävande av 17 kap. och med ändring av 2 kap. 1 §, m.fl. Se också Jonsson, s. 898.

¹⁵² SOU 1995:44, s. 180.

¹⁵³ Prop. 1997/98:99, s. 116f.

rösträttsbegränsningar i svenska bolag,¹⁵⁴ sannolikt för att sådana inte enbart fungerar som en försvarsmekanism mot fientliga budgivare, utan begränsar och försvårar varje ägares kontrollmöjlighet.

ABL 7:44 första punkten föreskriver att *införandet* av en röstkvotsklausul i bolagsordningen kräver en kvalificerad majoritet om två tredjedelar av de avgivna rösterna samt nio tiondelar av samtliga på stämman företrädde aktier. Regler om rösträttsbegränsningar ses inte som en del av minoritetsskyddet,¹⁵⁵ men eftersom det handlar om att rubba rättsförhållandet mellan aktier (det relativa värdet på större aktieposter blir lägre) så krävs ändå en förhållandevis hög kvalificerad majoritet för dess införande. För att *avskaffa* en röstkvotsklausul, eller för att höja dess kvotgräns, räcker det däremot med sedvanlig två tredjedelars majoritet,¹⁵⁶ vilket också torde vara ett utflöde av lagstiftarens generella önskan att starka ägare skall kunna utöva inflytande och ha kontroll över företagsledningen.¹⁵⁷

5.2.4 Erbjudandeplikt, tvångsinlösen och särskilda värderingsregler

Regler om s.k. budplikt (*mandatory bid provision*) har länge varit föremål för diskussion. Budplikt innebär att den som passerar en viss, närmare angiven gräns avseende sitt sammanlagda aktieinnehav i ett bolag, i och med detta tvingas att erbjuda sig att förvärva också återstående aktier i bolaget. En budpliktsbestämmelse kan framför allt fungera som en försvarsåtgärd mot oönskade partiella bud,¹⁵⁸ eftersom den köpare som passerar den stipulerade gränsen tvingas lägga bud på hela bolaget. Huvudsakligen ses emellertid budplikt som en del av minoritetsskyddet, genom att övriga ägare ges rätt att avyttra sina aktier om någon tar kontroll över bolaget.

Erbjudandeplikt kan sägas ta vid där bestämmelserna om tvångsinlösen i ABL kapitel 22 slutar. I praktiken handlar erbjudandeplikt om en inlösenssituation där lösengränsen har satts lägre än de nio tiondelar av aktierna som stipuleras i ABL 22:1 första stycket. Huruvida det rör sig om en försvarsmetod eller en minoritetsskyddsmekanism beror på från vilken sida man ser saken; som en skyldighet för köparen att erbjuda sig att förvärva fler aktier än vad denne hade avsett eller som en rätt för innevarande aktieägare att avyttra sina aktier vid ett kontrollövertagande.

¹⁵⁴ Se Sandström, s. 176.

¹⁵⁵ Jfr Prop. 1997/98:99, s. 117. Det skall dock noteras att precis som tidigare gäller att möjligheten till rösträttsbegränsningar inte får utnyttjas så att den på grund av sin särskilda utformning (t.ex. genom att kopplas samman med långtgående röstvärdedifferentiering) strider mot likhetsprincipen i ABL 4:1 eller generalklausulen i 7:47. Se Prop. 1997/98:99, s. 224.

¹⁵⁶ ABL 7:44 första punkten é contrario jämfört med 7:42.

¹⁵⁷ Jfr Bergström & Samuelsson, s. 171.

¹⁵⁸ NBK/OE II.13 innehåller vissa bestämmelser om partiella erbjudanden.

Sedan 1999 finns regler om budplikt intagna i NBK/OE. Enligt dessa regler skall den som – ensam eller tillsammans med närstående – på något sätt uppnår 30 % eller mer av röstetalet i ett aktiebolag lämna ett offentligt erbjudande om att förvärva även återstående aktier i bolaget.¹⁵⁹ Svenska aktiemarknadsbolag är alltså numera genom noteringsavtalen juridiskt bundna att iaktta budplikt.¹⁶⁰ Budpliktens betydelse som försvarsåtgärd har därmed minskat, men torde ändå aktualiseras i framför allt två fall. För det första måste de målbolag som vill att budplikten skall sätta in vid en lägre andel än 30 % av rösträttsinnehavet ange detta i bolagsordningen. För det andra föreligger ingen budplikt för sådana budgivare som inte är bundna vid noteringsavtalen, t.ex. utländska aktiemarknadsbolag. I nya LOUA lagfästs nu regler om budplikt just för att tillse att var och en som uppnår en viss röstandel i ett noterat svenskt bolag skall omfattas av budplikt.¹⁶¹

Som försvarsmetod kan bestämmelser om budplikt och tvångsinlösen få extra betydelse om de kopplas till särskilda, för förvärvaren betungande värderingsregler (*valuation rules*). Bolagsordningen i målbolaget kan innehålla formler eller beräkningsangivelser som medför att det lösenbelopp som måste betalas eller det pris som måste erbjudas vid budplikt blir högre än vad som betalades för övriga aktier. Blir frågan tvistig måste man emellertid hålla i minnet att huvudregeln i ABL 22:2 andra stycket är att lösenbeloppet skall motsvara det noterade börsvärdet. Har inlösenssituationen föregåtts av ett offentligt erbjudande avseende samtliga aktier och detta bud har accepterats av mer än 90 % av aktieägarna skall lösenbeloppet enligt den s.k. särregeln i ABL 22:2 fjärde stycket motsvara detta erbjudande. Det är dessutom osäkert i vad mån rättsordningen skulle upprätthålla en prisformel som på något otillbörligt sätt gynnar en aktieägare framför en annan.¹⁶²

5.2.5 Kvalificerad majoritet vid fusion

I USA är det ganska vanligt förekommande att man i bolagsordningen tar in bestämmelser som påkallar extra kvalificerad majoritet för beslut om bl.a. fusion (*supermajority voting requirements*). I många delstater är nämligen utgångspunkten att en fusion – eller *merger* – endast kräver enkel majoritet för godkännande i det övertagna bolaget.¹⁶³ En föreskrift om att t.ex. två tredjedelars majoritet behövs för godkännande av en fusion stärker minoritetens makt och kan försvåra för den förvärvare som vill komma runt inlösenssituationer genom att istället fusionera bolagen. I Sverige är det av

¹⁵⁹ NBK/OE III. 1-5. Viktigt att notera är att budplikt inte uppkommer om någon har förvärvat 30 % av röstetalet efter att ha lämnat ett offentligt uppköpserbjudande avseende alla aktier i målbolaget, NBK/OE III.1.

¹⁶⁰ Se ovan avsnitt 4.3.3.

¹⁶¹ Se prop. 2005/06:140, s. 57. Se mera om implementeringen av takeover-direktivets budpliktsregler i kapitel 6.2.1 nedan.

¹⁶² Se om likabehandlingsprincipen i avsnitt 4.2.1.2 ovan.

¹⁶³ Se Shans Christensen, s. 318.

flera anledningar ovanligt med föreskrifter i bolagsordningen om kvalificerad majoritet vid fusion. För det första kräver redan ABL två tredjedelars majoritet för fusionsbeslut i det övertagna bolaget,¹⁶⁴ vilket redan det är en relativt kraftig majoritet. För det andra är det mycket ovanligt i Sverige med fusion genom absorption eller genom kombination¹⁶⁵, mycket på grund av det tidsödande och omständliga förfarandet. Icke desto mindre kan ett krav i bolagsordningen på mer än två tredjedelars majoritet fungera som en kompletterande försvarsåtgärd, framför allt mot den förvärvare som önskar använda fusionsinstitutet i syfte att komma runt andra försvarsåtgärder.¹⁶⁶

5.2.6 Överlåtelsebegränsningar

I ABL finns numera tre olika sätt på vilket man genom bestämmelser i bolagsordningen kan inskränka huvudregeln om aktiers fria överlåtbarhet. Gemensamt för två av dessa – samtyckesklausuler enligt ABL 4:8 och förköpsklausuler enligt ABL 4:18 – är att de inte får förekomma i avstämningsbolag. Hembudsklausuler, däremot, är tillåtna även i publika aktiebolag, ABL 4:27. Innebörden av en hembudsklausul är att den som har förvärvat aktier som omfattas av hembud är skyldig att efterhöra hos de befintliga aktieägarna om de vill lösa de förvärvade aktierna, s.k. *right of first refusal*.¹⁶⁷

Aktier som omfattas av hembudsförbehåll kan emellertid av naturliga skäl inte inregistreras vid börs. Enligt LBC 5:1 får endast fondpapper för vilka förutsättningar för en ändamålsenlig börshandel föreligger inregistreras vid en börs.¹⁶⁸ Vidare har FI i sina föreskrifter (FFFS 1995:43) om inregistrering av fondpapper m.m. uppställt ett krav på att aktier som *noteras* skall vara fritt överlåtbara.¹⁶⁹ Endast sådana aktier i publika bolag vilka inte har spritts till allmänheten kan alltså behäftas med hembud. Trots att detta är ovanligt så förekommer det, och just av denna anledning så valde man i samband med införandet av nya ABL att låta möjligheten till hembudsklausuler i publika bolag stå kvar.¹⁷⁰ Det är också med en dylik konstruktion som man kan tänka sig att en försvarsmekanism kan uppställas: ett målföretag kan hålla sig med (röststarka) onoterade A-aktier

¹⁶⁴ Se ABL 23:17. Detta majoritetskrav infördes 1995. Enligt ett färskt förslag skall detta majoritetskrav skärpas ytterligare, eftersom fusionsinstitutet i vissa fall har missbrukats och använts för att komma runt kravet på 90 % röstmajoritet för tvångsinlösen. Enligt förslaget skall majoritetskravet för fusion genom absorption där hela eller viss del av vederlaget består av kontanter därför höjas till 90 %. Se Justitiedepartementets promemoria *Några aktiebolagsrättsliga frågor*, Ju2006/2936/L1.

¹⁶⁵ Se ABL 23:1 andra stycket, första respektive andra punkten.

¹⁶⁶ T.ex. försvar baserade på värderingsregler, se ovan avsnitt 5.2.4. Fusionsförfarandet spelar också en särskild roll i fall av försvar genom s.k. *flip overs*, se närmare under avsnitt 5.3.2 nedan.

¹⁶⁷ Jfr Schans Christensen, s. 343.

¹⁶⁸ Jfr också LBC 6:1 och 7:2.

¹⁶⁹ Se FFFS 1995:43 1:1 a.

¹⁷⁰ Se prop. 2004/05:85, s. 253.

som omfattas av hembud enligt bolagsordningen, och samtidigt låta notera fritt överlåtbara (röstsvagare) B-aktier. Av framför allt kommersiella skäl torde dock begränsningar i överlåtbarheten inte vara något reellt alternativ för ett aktiemarknadsbolag.

5.2.7 Röstvärdessdifferentiering

Om inte begränsningar i aktiernas överlåtbarhet är ett särskilt praktiskt gångbart alternativ är införandet av skillnader i förvaltningsbefogenheter mellan olika aktieslag desto vanligare. S.k. röstvärdessdifferentiering (*disparate voting rights*) har historiskt sett haft en stor inverkan på det svenska näringslivets struktur, och har det fortfarande. Fenomenet hör till ett av de mest debatterade på bolagsrättens område genom åren, inte minst sedan den gemenskapsrättsliga dimensionen lades till bilden. I ett internationellt perspektiv är röstvärdesskillnader relativt ovanliga, men i Sverige förekommer de i ungefär hälften av de börsnoterade bolagen.¹⁷¹ Framför allt genom att hänvisa till möjligheten att åstadkomma starka och stabila ägarfunktioner även i större börsbolag har lagstiftaren bibehållit systemet, och flera av de mest inflytelserika ägarna på den svenska aktiemarknaden har aktiedifferentiering att tacka för sina maktpositioner. Enligt ABL 4:5 är röstvärdesskillnader mellan olika aktieslag på upp till ett till tio tillåtna.¹⁷²

Röstvärdessdifferentiering har stor betydelse vid fientliga uppköpserbjudanden, på två olika sätt. För en förvärvare är det naturligtvis avskräckande om denne inte lyckas förvärva de röststarka aktierna och därmed kontrollen över den övergripande förvaltningen av bolaget.¹⁷³ På ett mer direkt sätt kan röstvärdessdifferentiering påverka vilka försvarsåtgärder som bolagsstämman beslutar att vidta mot ett uppköpserbjudande. En liten men röststark ägargrupp kan besluta att sjösätta så många försvarsåtgärder som möjligt för att göra bolaget dyrare och mer oattraktivt för en oönskad köpare. Det är framför allt denna senare effekt som vållar betänkligheter. Det är en sak att ägare som sitter på röststarka aktier inte vill sälja sina aktier och en annan att denna ägare verkar för att inte andra aktieägare skall kunna sälja sina. EG-kommissionen har i förhandlingarna om takeoverdirektivet förordnat att principen ”en aktie, en röst” skall gälla, särskilt vid fientliga uppköp. S.k. genombrottsregler, vilka bl.a. sätter

¹⁷¹ Se prop. 2004/05:85, s. 248. I en undersökning som Aktiemarknadskommittén utförde förekom aktier med röstvärdesskillnader i 80 % av börsbolagen vid årsskiftet 1993/94, se prop. 1997/98:99, s. 115.

¹⁷² Före införandet av 1944 års aktiebolagslag var möjligheten att införa röstvärdesskillnader obegränsad. Bolag som innan 1944 hade utgivit aktier med större röstvärdesskillnader än ett till tio får behålla dessa och även utge nya aktier med dessa röstskillnader. Se Johansson, s. 140-141. Fortfarande kan en stor del av det svenska näringslivets struktur förklaras med hjälp av dessa röstvärdesskillnader, jfr avsnitt 5.2 ovan.

¹⁷³ I detta avseende kan röstvärdessdifferentiering sägas utgöra ett strukturellt försvar. Jfr avsnitt 5.6 nedan.

rösträttsdifferenser på undantag i sådana situationer, rekommenderas därför i direktivet.¹⁷⁴

Man kan tänka sig röstvärdeskillnader *generellt*, för *vissa frågor* eller för *vissa händelser*. *Generell* differentiering påverkar framför allt den övergripande kontrollstrukturen i bolaget. Effekten kan som här ovan beskrivits vara både indirekt och direkt. En differentiering av röstvärdet för *vissa frågor* kan t.ex. innebära att ägarna av ett visst aktieslag ges rätt att själva tillsätta en majoritet av styrelseledamöterna.¹⁷⁵ Här är det inte själva aktieförvärvet som förhindras utan differentieringen har en avskräckande effekt i det att ett kontrollövertagande över styrelsen försvåras. Det är i sammanhanget emellertid viktigt att notera att ingen aktieägare får berövas rätten att delta i bolagets grundläggande förvaltning på bolagsstämman, och man måste räkna med en gräns för hur pass långtgående rättigheter som ett aktieslag kan få på bekostnad av ett annat.¹⁷⁶ Röstvärdesdifferenser som utlöses vid *vissa händelser* är de som mest direkt kan kopplas till fientliga uppköpssituationer. Antingen kan man tänka sig en konstruktion där ett aktieslag med högt röstvärde omvandlas till ett annat aktieslag med lägre röstvärde vid ett uppköpserbjudande. Villkoren för sådana *konvertibla aktier* – som utfärdas med stöd av ABL 4:6 – kan t.ex. föreskriva att A-aktier med tio röster per aktie omvandlas till B-aktier med en röst per aktie om någon förvärvar 50 % av dessa aktier. Detta utgör ett effektivt försvar mot att någon oönskad part får ett alltför stort inflytande i bolaget, men förhindrar inte själva förvärvet i sig. För att försöka förhindra att aktierna över huvud taget överläts kan man istället tänka sig en variant där röstvärdesvillkoren för ett aktieslag förändras redan innan de förvärvas, och naturligt då vid händelse av att ett uppköpserbjudande lämnas. Om aktieslaget B tidigare hade tio röster per aktie kan det istället degraderas till att endast ha en röst per aktie avseende vissa frågor, t.ex. huruvida försvarsåtgärder skall vidtas. Härigenom kan en viss ägargrupp ges närapå ensamrätt att besluta i försvarsfrågor. Dock innehåller framför allt denna senare modell osäkerhetsmoment i form av frågor kring hur pass omfattande förändringar av ett aktieslags rättigheter som är tillåtna.¹⁷⁷

5.3 Försvarsåtgärder i emissionsvillkor

På samma sätt som man i bolagsordningen kan föreskriva att aktievillkoren skall förändras till följd av ett offentligt erbjudande, finns möjlighet att använda de *emissionsvillkor* som bolagsstämman antar *vid utgivandet av konvertibla skuldebrev och teckningsoptioner* till att försvåra fientliga förvärv. Ett sådant emissionsbeslut skall enligt ABL 14:4-10 respektive 15:4-10 innehålla vissa obligatoriska uppgifter och villkor, men inget

¹⁷⁴ Genombrottsregeln behandlas utförligare i avsnitt 6.2.3 nedan.

¹⁷⁵ Utformade på detta sätt kan röstvärdesdifferenser för vissa frågor närmast liknas vid de *rösträtts* begränsningar som beskrivits ovan i avsnitt 5.2.3.

¹⁷⁶ Se Sandström, s. 140.

¹⁷⁷ Jfr Fällman, s. 72.

hindrar att ytterligare villkor läggs till.¹⁷⁸ På så sätt kan emissionsvillkoren konstrueras så att önskade effekter uppnås.

Beslut om att emittera konvertibler och teckningsoptioner fattas som huvudregel av bolagsstämman med enkel majoritet (ABL 7:40). Ett sådant beslut kan även efter bemyndigande, eller med ett godkännande av bolagsstämman i efterhand, fattas av styrelsen (ABL 14:24-31 respektive 15:29-36). När det gäller bemyndigande till styrelsen och godkännanden i efterhand sätter emellertid NBK/OE II.16 enligt dess kommentar stopp, om åtgärden typiskt sett är ägnad att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande.¹⁷⁹

Den närmaste amerikanska beteckningen för sådana försvarsåtgärder som återfinns i emissionsvillkor är *poison pills*, eller *share purchase rights plans*.¹⁸⁰ I USA kan *poison pills* ses som framtida utdelning till aktieägarna, och eftersom beslut om utdelning enligt amerikansk rätt fattas av styrelsen krävs inte bolagsstämmans godkännande.¹⁸¹ Gemensamt för alla *poison pills* är att de syftar till att öka kostnaden för ett fientligt förvärv genom att förse befintliga aktieägare med en möjlighet att utspäda den fientliga förvärvarens aktieinnehav i målbolaget. *Poison pills* delas här in i fyra underkategorier, varav de tre första framför allt har utspädningseffekter och av vilka den sista syftar till att öka den fientliga förvärvarens finansiella börda. Samtliga kan ses som förebyggande åtgärder, vilka utlöses och verkar efter det att ett fientligt bud har lämnats.¹⁸²

5.3.1 Flip-ins

Flip-ins, eller ”inåtriktade” giftpiller¹⁸³, är ett av de mest grundläggande *poison pills* och fungerar på följande sätt. I målbolaget har emitterats skuldebrev förenade med teckningsrättsoptioner till aktieägarna. Teckningsoptionerna kan antingen emitteras till alla aktieägare, eller t.ex. till ägarna av onoterade B-aktier. Dessa teckningsoptioner ger rätt till nyteckning av noterade A-aktier i målbolaget till en förmånlig kurs vid en viss händelse, närmare bestämt att ett offentligt erbjudanden lämnas på bolaget. Effekten blir att först och främst den finansiella bördan av att förvärva kontrollen i målbolaget ökar. Om den fientliga förvärvaren redan äger aktier i målbolaget och emissionen av teckningsoptionerna riktas, kommer den fientliga förvärvarens aktieinnehav även att spädas ut. Några förbehåll gäller dock. Teckningskursen får för det första inte sättas lägre än de tidigare utgivna aktiernas kvotvärde, ABL 14:6 3st. För det andra gäller att om emissionen av teckningsoptioner skall avvika från aktieägarnas

¹⁷⁸ Jfr ABL 14:7 p. 3 respektive 15:7 p. 3.

¹⁷⁹ Se avsnitt 4.3.1 ovan. Jfr också Nyström, Göran, Ohlsson, Robert, Skog, Rolf, *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, Jure bokhandel, Stockholm 2004, s. 39.

¹⁸⁰ Jfr Schans Christensen, s. 345.

¹⁸¹ *Ibid.*

¹⁸² Jfr Hall, s. 56.

¹⁸³ Jonsson, s. 901.

företrädesrätt enligt ABL 14:1 (d.v.s. riktas), så krävs enligt ABL 14:2 en stämmomajoritet om såväl två tredjedelar av de avgivna rösterna som de på stämman företrädda aktierna. Det skall även hållas i minnet att likabehandlingsprincipen förhindrar utfärdandet av teckningsoptioner som på ett otillbörligt sätt gynnar vissa aktieägare på bekostnad av andra.¹⁸⁴

5.3.2 Flip-overs

Även *flip-overs*, på svenska kallade ”utåtriktade” giftpiller¹⁸⁵, konstrueras med hjälp av teckningsoptioner. Skillnaden mot flip-ins är att de teckningsberättigade istället ges en rätt till nyteckning av aktier i det övertagande, *fientliga* bolaget. En sådan rätt till nyteckning i det övertagande bolaget förutsätter att målbolagets i sin bolagsordning tar in en bestämmelse som villkorar ett eventuellt fusionsavtal mellan övertagande företag och målbolaget av att det övertagande bolaget iakttar flip-over bestämmelsen. Metoden förekommer stor utsträckning i USA, eftersom det där är vanligt att ett förvärv fullbordas genom en sammanslagning – *merger* – av det övertagande bolaget och målbolaget. I Sverige är fusioner enligt ABL 23:1 ovanliga, och det är dessutom mycket osäkert i vilken mån som rättsordningen skulle upprätthålla en bolagsordningsbestämmelse som det ovan beskrivna sättet anger förutsättningarna för godkännandet av ett fusionsavtal.¹⁸⁶

5.3.3 Konvertibla skuldebrev

Ett tredje poison pill syftar till att späda ut den fientliga förvärvarens aktieinnehav i målbolaget med hjälp av konvertibla skuldebrev. Metoden, som bygger på samma modell som flip-ins, fungerar som följer. I målbolaget finns utgivna konvertibla skuldebrev med rätt att konvertera till aktier vid viss händelse, d.v.s. ett fientligt bud. Konverteringskursen sätts förmånligt för att locka så många skuldebrevsinnehavare som möjligt att konvertera.¹⁸⁷ Den stora skillnaden gentemot flip-ins är att i emissionsvillkoren tas in en hembudsbestämmelse med avseende på skuldebreven. På detta sätt försäkras man sig om att den fientliga förvärvaren inte kan förvärva alla konvertiblerna och fördärva hela konstruktionen. När konvertiblerna omvandlas till aktier späds den fientliga förvärvarens aktieinnehav ut.

¹⁸⁴ Se om likabehandlingsprincipen i avsnitt 4.2.1.2 ovan.

¹⁸⁵ Jonsson, s. 902.

¹⁸⁶ Fällman, s. 74.

¹⁸⁷ Precis som är fallet med teckningsoptioner får teckningskursen för de konvertibla skuldebreven enligt ABL 15:6 3st inte sättas lägre än befintliga aktiers kvotvärde.

5.3.4 Poison-put

Detta fjärde poison pill ökar den finansiella bördan på den fientliga förvärvaren på ett enkelt men effektivt sätt. Målbolaget emitterar skuldebrev med viss löptid, men med rätt till återbetalning av lånet vid en viss händelse (fientligt bud). Detta fungerar avskräckande på eventuella köpare, som inte gärna vill att målbolaget skall tömmas på för stora finansiella resurser. Om det emitterade skuldebrevet är förenat med teckningsrättsoption så lider inte innehavaren av skuldebrevet någon skada, eftersom en teckningsoption kan avskiljas från det bakomliggande skuldebrevet och därmed inte upphör samtidigt som skulden löses in.¹⁸⁸

5.4 Försvarsåtgärder i avtal

Nästa kategori av försvarsåtgärder är sådana som har sin kärnpunkt i olika *avtalsrelationer*. Här återfinns bl.a. avtal mellan målbolaget och någon utomstående part (vanligen benämnd *white knight*), avtal mellan målbolaget och dess ledande befattningshavare och avtal mellan målbolagets aktieägare. I denna grupp av försvarsåtgärder stiger de mest teknisk-juridiska frågeställningarna något åt sidan för mer kommersiella överväganden, där sådana hänsyn som aktiemarknadens och omvärldens syn på målbolagets finansiella förhållanden måste tas. Ändå finns en hel del regler att iaktta, inte minst likabehandlingsprincipen¹⁸⁹ och den allmänna förbudsregeln i NBK/OE II.16.

Med amerikansk terminologi brukar sådana försvarsåtgärder som bygger på avtal med utomstående *white knights* benämnas *lock-up agreements* (inlåsningsavtal).¹⁹⁰ Dessa kan antingen ta sikte på försäljning av aktier i målbolaget, eller av dess viktigare tillgångar.

5.4.1 Riktade nyemissioner

Det kanske mest effektiva och definitivt ett av de vanligaste sätten att motverka ett fientligt bud är att späda ut den fientliga förvärvarens (befintliga eller kommande) aktieinnehav genom en riktad nyemission av *aktier* till en vänligt sinnad utomstående part.¹⁹¹ Beslut om en riktad nyemission fattas enligt ABL 13:2 av bolagsstämman med en majoritet om två tredjedelar av såväl avgivna röster som på stämman företrädda aktier.¹⁹²

¹⁸⁸ Jfr prop. 2004/05:85, s. 411.

¹⁸⁹ Se avsnitt 4.2.1.2 ovan.

¹⁹⁰ Fällman, s. 75.

¹⁹¹ Se om utspädning genom konvertibler och teckningsoptioner i avsnitt 5.3 ovan.

¹⁹² För emissioner som riktas till vissa ledande befattningshavare i bolaget finns särskilda regler i ABL 16 kap.

Som redan tidigare beskrivits är riktade nyemissioner en i USA både vanlig och ofta framgångsrik försvarsmetod, och detta beror till stor del på att det där är styrelsen som nyemitterar aktier.¹⁹³ Så länge som det i bolagsordningen föreskrivna högsta antalet aktier inte överskrids står det styrelsen fritt att emittera nya aktier. Dessutom är utgångspunkten i många delstaters lagstiftning att ingen aktieägare har någon företrädesrätt, utan att en sådan uttryckligen måste anges i bolagsordningen.¹⁹⁴

I Sverige är utgångspunkten alltså att ett bolagsstämmebeslut krävs för nyemission, ABL 11:2. Enligt bestämmelserna i ABL 13:31-38 får emellertid även styrelsen fatta beslut om nyemission. Detta får ske antingen med stöd av ett av stämman tidigare lämnat bemyndigande (ABL 13:35) eller genom att stämman i efterhand godkänner emissionen (ABL 13:31).¹⁹⁵ För att utfärda sådana bemyndiganden och för godkännanden i efterhand gäller samma majoritetskrav som om stämman själv hade beslutat om emissionen. Ska emissionen riktas gäller alltså den kvalificerade majoritet som anges i ABL 13:2. Att styrelsen kan bemyndigas att nyemittera aktier innebär emellertid inte att den har fritt spelrum att på detta sätt motverka ett offentligt uppköpserbjudande. Utnyttjandet av ett sådant bemyndigande faller som ovan nämnts under den allmänna förbudsregeln i NBK/OE II.16, liksom ett beslut som förutsätter stämmans godkännande i efterhand. I kommentaren till bestämmelsen anges särskilt en riktad nyemission som exempel på en sådan åtgärd som typiskt sett är ägnad att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande. I de allra flesta fall är det därför inte tillåtet för styrelsen att besluta om en riktad nyemission ens efter bemyndigande.¹⁹⁶

En konstruktion för att försöka komma runt förbudsregeln i NBK/OE går ut på att ledningen i målbolaget ingår ett optionsavtal med en white knight, till vilken målbolaget förbinder sig att rikta en nyemission vid händelse av ett offentligt erbjudande. Sådana lock-up agreements innebär med andra ord en avtalsrättslig förpliktelse för målbolaget att låta den ”vite riddaren” förvärva nyemitterade aktier. Samtidigt kan man säga att försvaret ändrar karaktär från akut till preventivt, och framför allt verkar avskräckande. Vad först gäller *ingåendet* av ett lock-up agreement måste ledningen se till att detta ingås i god tid innan ”*målbolagets styrelse eller ledning ... [har] grundad anledning att anta att ett allvarligt menat erbjudande är nära förestående*” så att NBK/OE II.16 överhuvudtaget inte blir tillämplig i det avseendet. När det sedan kommer till själva *verkställandet* av optionsavtalet uppkommer en intressant konflikt mellan detta och NBK/OE. Å ena sidan står målbolaget under en avtalsrättslig förpliktelse att emittera aktier till optionsparten, med en eventuell skadeståndsskyldighet som möjlig konsekvens.¹⁹⁷ Å andra

¹⁹³ Se avsnitt 3.4.

¹⁹⁴ Schans Christensen, s. 364f.

¹⁹⁵ Ett bemyndigande skall enligt Noteringsavtalets punkt 20 offentliggöras.

¹⁹⁶ För en utförlig beskrivning av NBK/OE II.16 och argumentation för eventuella undantag från förbudet, se avsnitt 4.3.1 ovan. Jfr också Nyström *et al*, s. 39.

¹⁹⁷ Dessutom riskerar personer ur företagsledningen personligt skadeståndsansvar enligt reglerna i ABL kapitel 29.

sidan kan ett brott mot NBK/OE och därmed noteringsavtalen leda till höga böter och i värsta fall avnotering.¹⁹⁸ Problematiken har ingen given lösning och är naturligtvis situationsberoende. Det bör dock påminnas om att förekomsten av ett lock-up agreement inte förändrar det faktum att en nyemission alltid är beroende av ett beslut av bolagsstämman, antingen direkt eller i form av ett bemyndigande. Dessutom måste man som vanligt vid riktade nyemissioner vara särskilt uppmärksam på att likabehandling av aktieägarna iakttas.¹⁹⁹

Ett annat sätt att försöka komma runt problemen med att nyemittera aktier och åstadkomma ett i praktiken likvärdigt resultat är att använda sig av den möjlighet att återköpa och på nytt överlåta egna (fristående) teckningsoptioner som ABL ger. Enligt ABL 19:10 får ett aktiebolag (såväl privat som publikt) återköpa egna teckningsoptioner och konvertibler. Ett beslut om att återköpa teckningsoptioner och konvertibler torde ses som ett investeringsbeslut som kan fattas av styrelsen och alltså inte, till skillnad från återköp av egna aktier, behöver ligga på stämmonivå.²⁰⁰ Den enda restriktion som ges är att förvärven aldrig får inkräkta på det bundna egna kapitalet.²⁰¹ En konvertibel som återköps upphör emellertid att gälla, ABL 19:11. Detta beror på att en konvertibel är oupplösligt sammankopplad med det bakomliggande skuldförhållandet, och att om en skuldförbindelse på behörigt sätt kommer i gäldenärens hand så upphör skuldförhållandet genom *konfusion*. Teckningsoptioner däremot behöver för det första i nya ABL inte vara förenade med någon skuldförbindelse överhuvudtaget, och kan för det andra om så ändå är fallet avskiljas från det bakomliggande skuldförhållandet.²⁰² En teckningsoption som återköps behöver därför inte upphöra att gälla, och kan således också överlåtas på nytt. Vid införandet av nya ABL diskuterades huruvida några begränsningar för överlåttandet av återköpta teckningsoptioner motsvarande de som enligt ABL 19:31-37 gäller återköpta egna aktier skulle föras in. Med hänvisning till det ringa praktiska värdet av sådana bestämmelser gjordes inte detta, och därmed synes det som det aktiebolagsrättsligt sett står ett målbolag fritt att överlåta egna återköpta teckningsoptioner till en white knight. Precis som när det gäller ”vanliga” riktade nyemissioner måste man emellertid räkna med möjligheten att förfarandet kan angripas med stöd av NBK/OE II.16.

5.4.2 Crown jewel defense

En andra försvarsmetod som ofta inbegriper ett lock-up agreement med en white knight är det s.k. *crown jewel defence*. Som beteckningen antyder så

¹⁹⁸ Se avsnitt 4.3.3 ovan.

¹⁹⁹ Se avsnitt 4.2.1.2 ovan. I initiativärendet AMN 2002:2 (*Vissa frågor om riktade emissioner*) uttalade AMN att för att minska risken för att bolagsstämmans beslut strider eller uppfattas strida mot likabehandlingsprincipen bör berörda aktieägare inte delta i beslutet om den riktade nyemissionen.

²⁰⁰ ABL 19:10-12 säger inget om hur beslut om återköp av konvertibler och teckningsoptioner skall fattas. Jfr också Jonsson s. 900.

²⁰¹ En rad ytterligare restriktioner gäller för återköp av egna aktier, se avsnitt 5.5.1 nedan.

²⁰² Prop. 2004/05:85, s. 411.

handlar det om försäljning av målbolagets viktigare tillgångar. Denna försvarsmetod har både en preventiv och en akut sida. Genom att i ett optionsavtal ge en white knight löfte om att få köpa de mest kritiska tillgångarna vid händelse av ett fientligt bud och sedan offentliggöra förekomsten av detta optionsavtal, kan en avskräckande effekt uppnås. Om något sådant lock-up agreement inte finns på plats när det fientliga erbjudandet lämnas, kan tillgångarna ändå säljas till en white knight i syfte att försöka minska den fientliga budgivarens intresse av att fullfölja förvärvet. Inte sällan innehåller sådana akuta försäljningsavtal en bestämmelse om att målbolaget skall ha rätt att köpa tillbaka de försålda tillgångarna av den ”vite riddaren” om det fientliga uppköpet misslyckas.²⁰³

Några regler måste iakttas. Beslut om att sälja ett bolags tillgångar ligger normalt sett inom styrelsens befogenhet.²⁰⁴ En viss försiktighet är emellertid påkallad om försäljningen är av en sådan omfattande art att den inte kan sägas falla under den normala affärsverksamheten. I sådana fall bör beslutet om försäljning hänskjutas till bolagsstämman.²⁰⁵ Det skall påminnas om att om försäljningen på ett otillbörligt sätt gynnar den vite riddaren så kan även ett beslut på stämmonivå angripas med stöd av generalklausulen i ABL 7:47. Vidare nämns försäljning av målbolagets tillgångar i kommentaren till NBK/OE II.16. En akut försäljning utan bolagsstämmans godkännande skulle alltså med största sannolikhet vara otillåten.²⁰⁶ Ett optionsavtal som ingåtts i god tid före ett fientligt bud lämnas är inte ogiltigt i sig, medan verkställandet av detsamma träffas av den konflikt mellan å ena sidan den avtalsrättsliga förbindelsen gentemot optionspartnern och å andra sidan noteringsavtalen som behandlats i samband med riktade nyemissioner ovan.²⁰⁷

5.4.3 Förmånliga avgångsvederlag

En annan avtalsgrundad försvarsåtgärd är att utforma företagsledningens (t.ex. VD:s) anställningsavtal på så sätt att de ger rätt till generösa avgångsvederlag i händelse av ett fientligt övertagande. Sådana s.k. fallskärmsavtal (*golden parachutes*) är vanligt förekommande i USA,²⁰⁸ men framför allt i Sverige kan fallskärmsavtalens betydelse som verkningsfullt försvar mot fientliga uppköpserbjudanden ifrågasättas.²⁰⁹ Fallskärmsavtalen utformas vanligen så att det generösa vederlaget utbetalas oavsett om företagsledaren lämnar målbolaget på egen begäran eller efter att ha blivit uppsagt. Därigenom förhindras att företagsledaren antingen provoceras att säga upp sig själv eller hålls kvar i målbolaget mot sin vilja.

²⁰³ Jonsson, s. 905.

²⁰⁴ Jfr ABL 8:4 och 8:29.

²⁰⁵ Se t.ex. Fällman s. 78.

²⁰⁶ Jfr Nyström *et al*, s. 39.

²⁰⁷ Se avsnitt 5.4.1.

²⁰⁸ Fällman, s. 79 och Cooke, s. 240. – Mindre vanliga men ändå förekommande är förmånliga anställningsavtal för övriga anställda, s.k. *tin parachutes*. Se Jonsson, s. 899.

²⁰⁹ Moberg & Samuelsson, s. 169.

VD:s och andra ledande befattningshavares anställningsavtal ingås av styrelsen. Detta innebär emellertid inte att styrelsen har fritt spelrum. Om inte ett avgångsvederlag kan anses vara marknadsmässigt betingat kan det strida mot likabehandlingsprincipen och generalklausulen i ABL 8.41.²¹⁰ Vilken ersättning som styrelsen skall ha beslutas av bolagsstämman, och även då måste likabehandlingsprincipen iakttas. Sedan 1993 måste noterade bolag tack vara NBK:s regler på området offentliggöra alla förmåner som ledande befattningshavare i bolaget åtnjuter.²¹¹

5.4.4 Röst- och överlåtelsebegränsningar i aktieägaravtal

Här ska kort också påminnas om den inverkan på ägarstrukturen i ett bolag som den möjlighet att sluta avtal med varandra som ett bolags aktieägare har. Aktieägaravtal – eller konsortialavtal – är relativt vanliga i Sverige och fungerar som ett obligationsrättsligt komplement till bolagsordningen avseende vissa frågor, t.ex. röstvärde och rätten att överlåta aktier. Detta innebär att de aktieägare som kommer överens om det kan använda sig alla de upptänkliga försvarsmetoder som står aktieägarna i allmänhet till buds.

I ABL 1975 var hembudsförbehåll den enda aktiebolagsrättsligt tillåtna överlåtelsebegränsningen. Detta ledde till att alternativa överlåtelsebegränsningar såsom samtyckes- och förköpsförbehåll istället togs in i aktieägaravtal. Beroende på olika specifika ägarsituationer kan olika tekniska konstruktioner vara påkallade, och i ABL finns numera som ovan nämnts även möjlighet att (i privata bolag) ta in samtyckes- och förköpsförbehåll i bolagsordningen.²¹²

5.5 Försvarsåtgärder genom aktieförvärv

Medan avsnittet om försvarsåtgärder i emissionsvillkor ovan²¹³ behandlar sådana metoder som har sin springande punkt i en direkt eller indirekt *överlåtelse av nyemitterade aktier*, är kärnan i de försvarsåtgärder som beskrivs i detta avsnitt att de bygger på *aktieförvärv* av på marknaden redan befintliga aktier (eller motsvarande). Genom att målbolaget direkt eller indirekt förvärvar aktier i antingen det egna bolaget eller i ett annat företag hoppas det kunna undslippa att bli uppköpt. Så länge förbudet mot att förvärva (och därmed också att överlåta) egna aktier stod fast kretsade dessa försvarsåtgärder mycket kring olika konstruktioner i syfte att kringgå detta förbud. När nu det generella förbudet är upphävt för publika bolag får man istället brottas med de begränsningar som lagtexten ändå uppställer.

²¹⁰ Se avsnitt 4.2.1.2 ovan.

²¹¹ Se Informationsreglerna, punkten 1.

²¹² Se avsnitt 5.2.6 ovan.

²¹³ Se avsnitt 5.3.

5.5.1 Förvärv av egna aktier och green-mail

Sedan mars 2000 är det alltså tillåtet för aktiemarknadsbolag att förvärva, äga och överlåta egna aktier. Den försvarsåtgärd som normalt sett brukar sammankopplas med förvärv av egna aktier går ut på att målbolaget återköper så många som möjligt av de aktier (i målbolaget) som den fientliga budgivaren innehar (*green-mail*). Ett sådant återköp brukar ofta förenas med en överenskommelse om att den fientliga budgivaren under en period inte skall köpa aktier i målbolaget (*stand-still agreement*).²¹⁴ Vid en green-mail-transaktion måste målbolaget naturligtvis betala en premie för budgivarens aktier, annars skulle denne aldrig acceptera budet. En sådan premie är ett problem för svenska aktiebolag ur likabehandlingssynpunkt,²¹⁵ men kan också, om inte förvärvet kan anses vara affärsmässigt betingat, strida mot bolagets vinstsyfte.²¹⁶

Ett annat sätt att utnyttja möjligheten till att förvärva egna aktier som en försvarsmetod är att målbolaget köper på sig av sina egna aktier på den öppna marknaden. Resultatet blir ofta att priset på de aktier som finns kvar på marknaden ökar, vilket medför att kostnaden ökar för en fientlig förvärvare. Och allt annat lika så kommer de kvarvarande aktiernas avkastning per aktie att öka, vilket kanske gör övriga aktieägare mindre benägna att sälja.²¹⁷

Förvärv av egna aktier regleras i ABL 19:13-30, och en rad begränsningar råder. För det första är det alltså endast tillåtet i aktiemarknadsbolag, ABL 19:13. För det andra betraktas förvärv av egna aktier enligt ABL 17:1 punkten 2 som en form av värdeöverföring från bolaget och är därför underkastad de regler som gäller för en sådan. Således får inte det bundna egna kapitalet överskridas och försiktighetsregeln måste beaktas (ABL 17:3). För det tredje får aktieinnehavet i det egna bolaget aldrig överskrida en tiondel av samtliga aktier i bolaget, ABL 19:15. Vid denna beräkning skall även de aktier som innehas av dotterbolag ingå. Beslut om förvärv av egna aktier fattas enligt ABL 19:17-18 av bolagsstämman med två tredjedelars majoritet av såväl avgivna som vid stämman företrädde aktier. Med samma majoritet kan också stämman bemyndiga styrelsen. Precis som är fallet med bemyndiganden till styrelsen att besluta om riktade nyemissioner eller om emissioner av konvertibler och teckningsoptioner, sätter förbudsregeln NBK/OE II.16 stopp för åtgärder vidtagna med stöd av bemyndigandet om de bedöms vara typiskt sett ägnade att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande.²¹⁸

²¹⁴ Schans Christiansen, s. 359.

²¹⁵ Se avsnitt 4.2.1.2 ovan.

²¹⁶ Ett sådant vinstsyfte förutsätts om inget annat anges i bolagsordningen, ABL 3:3 och prop. 2004/05:85, s. 219.

²¹⁷ Schans Christensen, s. 358.

²¹⁸ Se avsnitten 5.3 och 5.4.1 ovan. – Förvärv av egna aktier är en av de åtgärder som nämns i kommentaren till NBK/OE II.16.

Dessutom skall förvärv av egna aktier, förutom då ett förvärvserbjudande riktas till samtliga aktieägare eller samtliga ägare till aktier av ett visst slag, enligt ABL 19:14 ske över börs, vilket gör att green-mail-transaktioner i praktiken motverkas. Slutligen är de administrativa bestämmelserna kring förvärv av egna aktier en snårskog. Innehav och innehavsförändringar av egna aktier skall enligt AnmL 4 § första stycket andra meningen anmälas till FI:s insynsregister, enligt LHF 4:6 första stycket till den börs vid vilken aktierna är noterade eller, om handeln med de egna aktierna sker i form av ett s.k. återköpsprogram, till FI i enlighet med föreskrifterna i FFFS 2005:6.

5.5.2 Pac-Man defence

En av de mest raffinerade och aggressiva försvarsåtgärderna är det s.k. *Pac-Man defence*. Namnet är hämtat från det kända dataspel där det gäller för spelaren att sluka sin motståndare innan denne slukar spelaren själv. På motsvarande sätt går denna försvarsmetod ut på att ett målbolag som hotas av ett fientligt övertagande i sin tur försöker förvärva aktier i den fientliga budgivaren och därmed sätta stopp för uppköpet. Enligt NBK/OE II.6 måste en budgivare iaktta en acceptfrist om minst tre veckor, vilken inte börjar löpa förrän budgivaren har lagt fram sitt prospekt. Under denna tid kan målbolaget sätta sin motplan i verket.²¹⁹

Två huvudsakliga varianter står till buds. Den första är att målbolaget förvärvar en så pass stor majoritet i den fientliga budgivaren att man på en extra bolagsstämma²²⁰ på ett eller annat sätt kan avstyra det offentliga övertagandet. Den andra innebär att målbolaget helt enkelt förvärvar röstmajoriteten i budgivaren och därmed på både praktisk och juridisk-teknisk väg blockerar dennes möjligheter till ytterligare aktieförvärv i målbolaget. Praktiskt så till vida att en röstmajoritet kan avstyra det fientliga övertagandeförsöket. Juridiskt-tekniskt eftersom ett aktiebolag som äger mer än 50 % av aktierna i ett annat aktiebolag enligt ABL 1:11 första punkten anses som moderbolag till detta, och eftersom aktiebolag i koncernförhållande inte får äga mer än tio % av varandras aktier.²²¹ Det blir med andra ord en tävlan om att hinna först till att bli moderbolag för att tvinga dotterbolaget att avyttra allt aktieinnehav i moderbolaget som överstiger tio %.²²²

Den uppenbara nackdelen med Pac-Man defence är de enorma resurser som krävs för genomförandet. Visserligen är det vanligt att företag som är

²¹⁹ Målbolagets förvärv kan ske genom ett offentligt motbud till den fientliga budgivarens aktieägare, eller på direkta sätt genom förhandlade köp med bolagets storägare alternativt över börs.

²²⁰ Enligt ABL 7:13 andra stycket kan en tioprocentig ägarminoritet kräva att styrelsen kallar till extra bolagsstämma. Huruvida en sådan minoritet också kan sätta stopp för det uppköpet beror naturligtvis på ägandestrukturen i den fientliga budgivaren.

²²¹ Som nämnts i avsnitt 5.5.1 ovan skall vid beräkning det egna aktieinnehavet även ett dotterbolags aktieinnehav i moderbolaget tas med.

²²² Se ABL 19:16.

föremål för uppköp har stora likvida tillgångar, men åtgärden är ändå ytterst ovanligt även i ett internationellt perspektiv.²²³

5.6 Strukturella försvarsåtgärder

Den gemensamma nämnaren för de försvarsåtgärder som redogörs för i förevarande avsnitt är att det handlar om motåtgärder som kännetecknas av att målbolagets *struktur* på ett eller annat sätt är utformad för att motverka eller förhindra offentliga uppköp. Det kan handla om ägarstruktur, om storlek eller om verksamhetsstruktur. Strukturerna har visserligen i de allra flesta fall tillkommit på något sätt som skulle kunna motivera en insortering av dem under någon av de kategorier som behandlats ovan, men eftersom själva essensen inte ligger i hur strukturen har uppnåtts utan i strukturen i sig har jag valt att redogöra för dessa åtgärder för sig. Fortfarande är det juridiska inslaget i åtgärderna stort, varför det inte rör sig om rent kommersiella försvarsmetoder.

5.6.1 Korsvist ägande

Medan s.k. korsvist ägande (*cross ownership*) under hela 1980-talet var relativt vanligt bland de svenska börsbolagen, förekommer det inte i någon större utsträckning i dagens läge.²²⁴ Ingenting hindrar emellertid att denna framför allt preventiva metod används. Det huvudsakliga syftet är att förhindra att en fientlig aktör får ett alltför stort inflytande i målbolaget; t.ex. att denne når 90 %. För att förhindra detta kommer några till varandra vänligt sinnade företag överens om att upprätta ett korsvist ägande i varandra, och därmed utgöra en blockerande faktor på varje företags respektive bolagsstämma. Ägandet får inte vara av en sådan art eller omfattning att det ger upphov till ett koncernförhållande enligt definitionen i ABL 1:11-12. Om målföretaget A innehar tio % av röstetalet i bolagen B och C, och både B och C innehar tio % i målbolaget A samt i varandra, kontrollerar A indirekt 20 % av rösterna i det egna bolaget. På detta sätt kan metoden ses som en variant till att förvärva egna aktier.²²⁵ Om de aktieförvärv som görs för att bygga upp försvarsstrukturen kan sägas falla inom målbolagets löpande förvaltning och den normala affärsverksamheten, är korsvist ägande en försvarsåtgärd som står till företagsledningens förfogande.

I sammanhanget skall också möjligheten att förvärva en s.k. *corner position* uppmärksammas. Precis som med en konstruktion med korsvist ägande så är syftet med en *corner position* att skaffa ett blockerande aktieinnehav i målbolaget. I detta fall är det istället personer i företagsledningen som köper aktier i målbolaget, t.ex. i en sådan omfattning att en fientlig budgivare

²²³ Schans Christiansen, s. 357.

²²⁴ Jonsson, s. 903.

²²⁵ Jfr avsnitt 5.5.1 ovan och Fällman, s. 82.

förhindras att nå 90 %. Viktigt att notera är att MML kriminaliserar ledningspersoners utnyttjande av ännu inte offentligtgjord information.²²⁶

5.6.2 Trygg hamn

Myndigheterna kan ingripa mot företagsförvärv på framför allt två grunder, och de följande två försvarsåtgärderna går ut på att se till att så verkligen sker.

Det första skälet för myndigheterna att titta närmare på ett företagsförvärv är om ett bolag bedriver tillståndspliktig verksamhet i någon form. Om ett målbolag bedriver sådan verksamhet brukar man tala om en ”trygg hamn”, eller *safe harbour*. I Sverige krävs tillstånd bl.a. för att bedriva försvars-, flyg-, försäkrings-, kreditmarknads-, bank- och värdepappersverksamhet.²²⁷ Det är dock inte fråga om att förekomsten av den tillståndspliktiga verksamheten *per se* omöjliggör ett företagsförvärv. Myndigheterna gör en bedömning av köparen och om denne uppfyller kriterierna för att bedriva den aktuella verksamheten. Om den fientliga förvärvaren exempelvis tillsätter en ny ledning och styrelse i målbolaget kan dessa bli föremål för bedömning.²²⁸

Trygg hamn-försvaret kan användas både preventivt och akut genom ett defensivt förvärv (*defensive merger*). Om målbolaget hotas av ett fientligt uppköp kan det helt enkelt förvärva en tillståndspliktig verksamhet i hopp om att köparen inte skulle klara kvalifikationerna för tillståndet. Som vanligt måste naturligtvis NBK/OE II.16 beaktas, och alla sådana förvärv som inte faller inom målbolagets löpande verksamhet skulle antagligen vara otillåtna.²²⁹ Ett annat problem med den akuta varianten är att det i sådana fall är relativt lätt för en köpare att avskilja och försälja den tillståndspliktiga verksamheten.

5.6.3 Konkurrensrättsligt skydd

Den andra grunden på vilken myndigheterna kan basera åtgärder mot ett företagsförvärv är konkurrenslagstiftningen. Enligt KKL 34a § skall en företagskoncentration ”som skapar eller förstärker en dominerande ställning som väsentligen hämmar eller är ägnad att väsentligen hämma förekomsten eller utvecklingen av en effektiv konkurrens” på en marknad förbjudas.²³⁰ Ett målbolag kan genom företagsförvärv (eller genom att växa

²²⁶ Se MML 2 §.

²²⁷ Jonsson, s. 904.

²²⁸ Se t.ex. LVPR 2:1 punkten 4.

²²⁹ Jfr avsnitt 4.3.1 ovan.

²³⁰ Beslut att förbjuda en företagskoncentration fattas av Stockholms tingsrätt på talan av KKV. Har en företagskoncentration gemenskapsrättslig dimension bedöms dess tillåtenhet enligt koncentrationsförordningen. Se Rådets förordning (EG) nr 139/2004, EGT [2004] L 24/1. Definitioner av dominerande ställning, relevant marknad och gemenskapsdimension o.s.v. ligger utanför ramen för denna uppsats.

på organisk väg) se till att det innehar en sådan ställning på en viss marknad²³¹ att en ytterligare koncentration på den marknaden skulle hämma konkurrensen, och på så sätt se till att förhindra att bolaget blir uppköpt av en annan aktör på samma marknad.²³²

5.7 Kommersiella försvarsåtgärder

Vid sidan av alla juridisk-tekniska åtgärder som ett målbolag kan försöka vidta för att förhindra ett fientligt förvärv finns en rad kommersiella strategier. I en mening finns det lika många kommersiella försvarsmetoder som det finns företag. Skall man ändå ge sig på att försöka identifiera vissa gemensamma drag, kan sägas att de flesta baseras på finansiell grund och i stort sett handlar om att försöka åtgärda det som kan göra målbolaget attraktivt ur förvärvssynpunkt.²³³ Man gör så att säga företagets attraktiva delar oattraktiva. Den stora fördelen med icke-juridiska försvarsåtgärder är att de inte omgärdas av lika många regler, i vart fall inte börs- och aktiebolagsrättsliga. Istället är det ofta t.ex. redovisningsmässiga hänsyn som måste tas. Här skall kort redogöras för några av de strategier som brukar framhållas i sammanhanget.²³⁴

Det absolut effektivaste försvaret mot fientliga bud är att se till att aktieägarna får en så pass bra avkastning på sin investering att de inte vill sälja företaget.²³⁵ Detta är självfallet något som alla företag strävar efter och inte bara en försvarsåtgärd som kan vidtas. Däremot kan målbolaget, mot bakgrund av att det vanligaste förvärvsmotivet är att förvärvaren tror sig kunna driva målbolaget på ett effektivare och bättre sätt, försöka se till att förekomma eventuella förvärvare vad gäller att skapa synergier och sänka kostnader. En obalans i relationen mellan eget kapital och skulder kan rättas till eller tillgångar med svagt kassaflöde avyttras.²³⁶ Det handlar med andra ord om att hela tiden utvärdera och uppdatera företagets strategi, något som i slutändan naturligtvis kommer an på hur pass skicklig företagsledningen är.

Eftersom en förvärvare ofta i sina försök att förmå målbolagets aktieägare att sälja är kritisk till hur den sittande företagsledningen har skött företaget och lovar att öka aktieägarnas vinst, är det vanligt förekommande att målbolagets ledning helt enkelt presenterar siffror som utlovar bättring i framtiden.²³⁷ Den kan lyfta fram pågående produktutveckling och forsknings- och utvecklingsinvesteringar som gjorts, nya lovande

²³¹ Enligt KKL 37 § skall en företagskoncentration anmälas till KKV om de inblandade företagens omsättning når upp till vissa, närmare angivna tröskelvärden.

²³² Även vertikala koncentrationer kan vara otillåtna.

²³³ Se om olika motiv för företagsförvärv i avsnitt 2.4 ovan.

²³⁴ Se bl.a. Cooke, s. 231-236, Schans Christensen, s. 392-395 och Moberg & Samuelsson, s. 170-173.

²³⁵ Jfr avsnitt 3.3 ovan.

²³⁶ Hall, s. 30.

²³⁷ Cooke, s. 231.

affärsområden och strategier eller omvärlds- och marknadstrender som gynnar företaget.²³⁸

Målbolaget kan också sikta in sig på det förvärvande bolaget och försöka övertyga aktieägarna om att detta inte är lämpligt till att driva målbolaget. Det kan handla om argument som att de två bolagens verksamheter är alltför olika, att förvärvarens ledning inte har den rätta kompetensen eller ledningsstilen eller att förvärvaren har en ofördelaktig ekonomisk historia.²³⁹ I slutändan försöker båda sidor övertyga aktieägarna att just de är bäst lämpade att driva företaget.

Vidare kan målbolaget på olika sätt försöka fördyra förvärvet, och förhoppningsvis helt avstyra det. Vanligast härvid är att vidta åtgärder i syfte att höja börskursen på målbolagets aktier. Detta kan naturligtvis rent allmänt bli konsekvensen av att en mängd positiva signaler om målbolaget skickas ut till aktiemarknaden. Mer handfast är det vanligt med löften om höjda utdelningar i målbolaget. Dessa kan – om de hålls inom de ramar som gör att marknaden uppfattar dem som ett tecken på en positiv utveckling i bolaget – resultera i ett högre aktiepris.²⁴⁰ Ett annat sätt att fördyra förvärvet är att offentliggöra negativ information om budgivarbolaget så att aktiekursen i detta bolag sjunker. Framför allt i bud där en del eller hela vederlaget består av aktier i köparbolaget kan detta kraftigt fördyra förvärvet.²⁴¹

Ett förvärvsmotiv som omnämnts ovan är att marknaden undervärderar målbolagets tillgångar och att dessa därför kan förvärfas ”med rabatt”.²⁴² Som försvar mot ett uppköp som motiveras på detta sätt kan målbolaget förse aktiemarknaden med sådan information att tillgångarna och därmed hela bolaget värderas på ett mer rättvisande sätt. Undervärderade tillgångar kan t.ex. säljas av eller rekonstrueras.²⁴³ Ofta har det visat sig lättare för marknaden att värdera ett bolag om speciellt svårvärderade tillgångar särskiljs och lyfts ut till egna divisioner eller ett dotterbolag.²⁴⁴

Ändå kan målbolagsledningen i många fall inte göra annat än att vädja om aktieägarnas lojalitet och om fortsatt förtroende.²⁴⁵ T.ex. kan etiska argument framföras. I samband med uppköpserbjudanden från utländska köpare är det vanligt att man framhåller vikten av att behålla svenska företag

²³⁸ A.a., s. 236.

²³⁹ A.a., s. 235.

²⁴⁰ Schans Christensen, s. 394. I USA har styrelsen kompetens att besluta om ett bolags vinstutdelning, medan ett sådant beslut i Sverige fattas av bolagsstämman, ABL 18:1. Borgenärsskyddet medför naturligtvis att en rad restriktioner råder, se ABL 17:3.

²⁴¹ Moberg & Samuelsson, s. 172.

²⁴² Se avsnitt 2.4 ovan.

²⁴³ Hall, s. 29.

²⁴⁴ Schans Christensen, s. 393.

²⁴⁵ I samband med OM:s bud på Skandia appellerade som vi sett ovan Skandias styrelseordförande t.o.m. till aktieägarna i OM om att avstyra förvärvet, ett förfarande som enligt AMN inte var oförenligt med försvarsåtgärdsförbudet i NBK/OE II.16. Se avsnitt 4.3.2 ovan.

i svensk ägo.²⁴⁶ Ofta kan en försvarsåtgärd gå ut på att målbolagets ledning helt enkelt säger nej till budet utan någon vidare motivering, en åtgärd vars effektivitet inte skall förringas.

²⁴⁶ Moberg & Samuelsson, s. 173.

6 Försvarsåtgärder i Takeover-direktivet

6.1 Inledning

Som framgått av avsnitt 4.1 ovan genomförs för närvarande en översyn av den svenska regleringen av offentliga uppköpserbjudanden. Översynen har påkallats dels av den ökade förvärsaktiviteten på den svenska aktiemarknaden, dels av Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden.²⁴⁷ Takeover-direktivet skall vara implementerad i medlemsstaterna senast den 20 maj 2006, och när detta skrivs har riksdagen precis antagit regeringens proposition 2005/06:140 *Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*, vilken bl.a. resulterade i den nya LOUA.²⁴⁸

Liksom NBK/OE har takeover-direktivet sin materiella förebild i *the London City Code on Takeovers and Mergers*.²⁴⁹ Detta innebär att antalet nyheter är relativt lättträknade, särskilt i fråga om försvarsåtgärder. Här skall uppmärksamhet dels riktas mot den s.k. *genombrottsregel* som förs in i LOUA, dels mot det faktum att vissa av reglerna om budplikt samt förbudet mot att vidta försvarsåtgärder lagfästs.

6.2 En ny lag om offentliga uppköpserbjudanden

Takeover-direktivet kommer att implementeras genom en blandning av lag och självreglering, något som direktivet enligt artikel 1 ger utrymme för. För de delar av direktivet som genomförs genom en fortsatt självreglering kommer fortfarande NBK:s regelverk och AMN:s verksamhet att vara de viktigaste normgivarna.²⁵⁰ För att denna självreglering skall få nödvändig konstitutionell legitimitet tas en bestämmelse in i LBC 4:2 a § om att en börs skall ha regler om offentliga uppköpserbjudanden som avser aktier som är noterade vid denna börs, och att dessa regler skall uppfylla takeover-direktivets krav.²⁵¹ På så sätt blir svenska aktiebolag med aktier noterade vid svenska aktiemarknadsplatser avtalsrättsligt bundna gentemot

²⁴⁷ EUT L 142, 30.4.2004, s. 12.

²⁴⁸ Lagen träder i kraft den 1 juni 2006.

²⁴⁹ Prop. 2005/06:140, s. 34. Jfr avsnitt 4.3.1 ovan.

²⁵⁰ Exempelvis föreslås att vissa av reglerna om budplikt samt vissa skyldigheter för målbolagets styrelse skall implementeras genom utnyttjande av NBK/OE.

²⁵¹ Det är FI som skall utöva tillsyn över börser och auktoriserade marknadsplatser och se till att reglerna efterlevs, LBC 1:1 tredje stycket.

marknadsplatsen att iaktta bestämmelserna.²⁵² För att självregleringen skall träffa även budgivare som inte är noterade på en svensk marknadsplats tas en bestämmelse in i LOUA 2:1 med innebörden att även dessa skall vara skyldiga att åta sig att följa de regler och underkasta sig de sanktioner som marknadsplatserna håller med.

De ur ett försvarsåtgärds perspektiv viktigaste reglerna förs emellertid in i LOUA. Av dessa görs förbudet mot att vidta försvarsåtgärder samt reglerna om budplikt tvingande, medan rätten att i ett aktiebolags bolagsordning föra in bestämmelse om genombrott görs fakultativ.

6.2.1 Budplikt

Enligt takeover-direktivets artikel 5.1 skall medlemsstaterna ha regler om budplikt.²⁵³ Därför införs nu tvingande regler om skyldighet att iaktta budplikt i LOUA kapitel 3. De materiella skillnaderna jämfört med den nuvarande regleringen är små och i detta sammanhang obetydliga. Enligt direktivet är det upp till medlemsstaterna själva att bestämma vid vilket röstetal som budplikten skall uppkomma, och LOUA 3:1 skall gränsen, precis som vad som idag gäller enligt NBK/OE, sättas till 30 %. Precis som idag införs ett undantag från budplikt för det fallet att aktieinnehavet om 30 % uppnås genom ett offentligt uppköpserbud som riktats till samtliga aktieägare i målbolaget.²⁵⁴ Och precis som idag får dispens medges från reglerna om budplikt.²⁵⁵ Den stora skillnaden är istället formell; eftersom reglerna tas in i LOUA kommer även fientliga budgivare som har sina aktier noterade på utländska marknadsplatser bli legalt bundna av reglerna om de lägger ett bud på ett svenskt aktiemarknadsbolag.

6.2.2 Förbud mot försvarsåtgärder

Inte heller vad gäller förbudet för målbolagets ledning att vidta försvarsåtgärder medför takeover-direktivet några egentliga materiella förändringar jämfört med den nuvarande regleringen i NBK/OE II.16. Lydelsen i LOUA 5:1 är i stort sett identisk. Det som kan vara värt att notera är att kravet på att åtgärderna *typiskt sett* skall vara ägnade att försämra förutsättningarna för erbjudandet lämnande eller genomförande inte har tagits med. Ändringen har inte kommenterats närmare i propositionen, och några praktiska konsekvenser är därför knappast att vänta av förändringen. I sammanhanget kan noteras att Takeover-utredningens förslag att regleringen på ett tydligare sätt än vad som är fallet idag skulle ge uttryck för att förbudet mot att vidta försvarsåtgärder också gäller sådana åtgärder som har *beslutats* innan erbjudandet lämnats men ännu inte

²⁵² Jfr avsnitt 4.3.3 ovan.

²⁵³ Den nuvarande svenska regleringen om skyldighet att iaktta budplikt har behandlats i avsnitt 5.2.4 ovan.

²⁵⁴ LOUA 3:3. Jfr NBK/OE III.1.

²⁵⁵ LOUA 7:5. Jfr NBK/OE I.2.

genomförts.²⁵⁶ Denna utredningens mening har inte kommenterats i propositionen.

På den lagtekniska sidan var Takeover-utredningens förslag att bestämmelsen om försvarsåtgärder i LOUA endast skulle omfatta svenska aktiebolag vars aktier inte är noterade på en svensk börs eller aktiemarknadsplats, eftersom det endast är dessa som inte (via noteringsavtalen) är juridiskt bundna vid NBK/OE.²⁵⁷ Av principiella och lagtekniska hänsyn valde man i propositionen emellertid att ta in förbudet mot försvarsåtgärder i LOUA, vilket gör att det blir tvingande lag för alla svenska målbolag, vare sig de är noterade på en svensk eller en utländsk marknadsplats.²⁵⁸

Enligt min mening kan det ifrågasättas om det verkligen är påkallat att överge ett självregleringssystem som uppenbarligen fungerar bra och som respekteras av aktiemarknadens parter.²⁵⁹ En negativ konsekvens är att det nu istället blir FI som tillsynsmyndighet som ger tolkningsbesked och beslutar om dispens från reglerna²⁶⁰, och att den praxis och kompetens som under åren byggts upp i AMN därför riskerar att gå förlorad.

6.2.3 Bestämmelse om genombrott

Till skillnad från reglerna om budplikt och försvarsåtgärder kommer införandet av bestämmelsen om genombrott att vara fakultativ för svenska aktiebolag.²⁶¹ Detta står i överensstämmelse med den kritiska inställning gentemot genombrottsregeln som Sverige intog under förhandlingarna om takeover-direktivet. Kritiken baserades bl.a. på att regeln innebär ett stort ingrepp i den frivilliga kontrollstruktur som under åren byggts upp och etablerats på den svenska aktiemarknaden och att sådana närmast expropriationsmässiga bestämmelser skulle få svårlösta konsekvenser i form av hur de som drabbas skall kompenseras.²⁶²

Möjligheten att i bolagsordningen ta in en bestämmelse om genombrott återfinns i LOUA kapitel 6. Enligt LOUA 6:1 är ett beslut om att i bolagsordningen införa en sådan bestämmelse endast giltig om den har biträtts av samtliga vid stämman närvarande aktieägare företrädandes minst

²⁵⁶ Se SOU 2005:58, s. 122.

²⁵⁷ Se SOU 2005:58, s. 151. Enligt artikel 12.1 i takeover-direktivet får medlemsstaterna t.o.m. förbehålla sig rätten att inte kräva att ”deras” aktiebolag iakttar dessa bestämmelser.

²⁵⁸ Se LOUA 5:1 och jfr 3:1 andra stycket.

²⁵⁹ Se avsnitt 4.3.1 ovan.

²⁶⁰ Se LOUA 7:4-5.

²⁶¹ Precis som avseende försvarsåtgärder är införandet av regeln om genombrott enligt takeover-direktivets artikel 12.1 fakultativ för medlemsstaterna. Om ingen tvingande reglering införs måste medlemsstaterna dock enligt artikel 12.2 ge företagen en möjlighet att införa genombrottsregeln i sina bolagsordningar.

²⁶² Prop. 2005/06:140, s. 65.

nio tiondelar av samtliga aktier.²⁶³ Det är lätt att inse att den praktiska betydelsen av reglerna därför kommer att bli mycket begränsade.

Genombrottsregeln kan kort sägas syfta till att bryta igenom olika kontrollmekanismer och försvarsåtgärder som ett målbolag har satt upp för att förhindra fientliga förvärv. Den kan delas upp i två kategorier: dels sådana bestämmelser som underlättar genomförandet av ett offentligt uppköpserbjudande, dels sådana bestämmelser som förenklar ett kontrollövertagande när väl en viss majoritet av röstetalet har nåtts.

Enligt LOUA 6:2 skall om någon har lämnat ett offentligt erbjudande avseende aktier i ett bolag, vars bolagsordning innehåller bestämmelse om genombrott, varken hembuds-, samtyckes- eller förköpsförbehåll gälla avseende aktier som omfattas av erbjudandet. Regeln bryter igenom överlåtelsebegränsningar som intagits såväl i bolagsordningen som i avtal mellan aktieägarna.²⁶⁴ Vidare skall enligt LOUA 6:3 rösträttsbegränsningar som intagits i bolagsordning eller aktieägaravtal sakna verkan vid beslut huruvida försvarsåtgärder skall vidtas gentemot det lämnade offentliga erbjudandet. Detsamma gäller röstvärdesdifferenser avseende aktier som annars har lika rätt till bolagets tillgångar och vinst.

Om en budgivare till följd av ett offentligt erbjudande har uppnått ett aktieinnehav motsvarande minst 75 % i målbolaget begär att en extra bolagsstämma sammankallas i syfte att ändra bolagsordningen eller styrelsens sammansättning, skall detta enligt LOUA 6:4 ske så snart som möjligt. Vid en sådan bolagsstämma skall enligt LOUA 6:5 röstvärdesdifferenser, rösträttsskillnader och eventuella bestämmelser i bolagsordningen som ger en viss aktieägare särskilda rättigheter vid val av styrelse sakna verkan vid beslut som gäller fråga om att ändra bolagsordningen eller att tillsätta och entlediga styrelseledamöter. Bestämmelserna är alltså tänkta att skjuta hål på sådana försvarsstrukturer som ger en mindre aktieägare möjlighet att kontrollera framför allt styrelsen.²⁶⁵

²⁶³ Detta är samma kvalificerade majoritet som bl.a. krävs för att ändra rättsförhållandet mellan aktierna, se ABL 7:43-45.

²⁶⁴ Jfr avsnitten 5.2.6 och 5.4.4 ovan.

²⁶⁵ Jfr avsnitten 5.2.1, 5.2.3 och 5.2.7 ovan.

7 Slutsatser och analys

När det gäller tillåtenheten – och därmed också förekomsten – av olika försvarsåtgärder kan man konstatera att det råder ganska stora skillnader mellan USA och Sverige. I USA har man traditionellt sett haft synen att den företagsledning som är satt att förvalta ett aktiebolag och försöka maximera aktieägarnas vinst också skall ha ett relativt fritt utrymme att bestämma hur detta bäst skall ske. I Sverige har man, framför allt i och med de på senare år allt högre ropen på aktiv ägarstyrning, varit mer restriktiv med att lämna alltför stora beslut i händerna på företagsledningen. En konsekvens av detta (eller – beroende på i vilken ände man börjar – en av orsakerna) är att man i amerikansk rätt har en mer utvecklad och sofistikerad lojalitetsplikt (*duty of care*), som man i mycket högre grad än i svensk rätt vågar förlita sig på när det gäller att bedöma bolagsledningens ageranden. Den principiella utgångspunkten i båda länderna är densamma – att bolagsledningen skall maximera aktievärdet – men det praktiska och rättsliga tillvägagångssättet skiljer sig åt.

Så medan försvarsåtgärder från ledningens sida i USA fortfarande är tillåtna och relativt vanligt förekommande, samt att det även finns ett visst utrymme för att vidta akuta åtgärder som kanske inte på kort sikt maximerar aktiepriset, är den rättsliga utgångspunkten i Sverige att allt ledningsagerande som riskerar att äventyra ett offentligt erbjudande är förbjudet. Till grund för detta ställningstagande ligger måhända en ganska cynisk syn på hur en företagsledning kommer att agera i en situation som medför en risk för intressekonflikt (t.ex. i samband med företagsförvärv). Inställningen kan sägas vara sund i det att den så att säga motar Olle i grind; genom att totalförbjuda försvarsåtgärder behöver man inte ens fundera på om ledningen på ett opportunistiskt sett lyckats sko sig på aktieägarnas bekostnad. Inställningen är olycklig i det att dess brist på flexibilitet i en del fall med all säkerhet medför en samhällslig effektivitetsförlust och ett ekonomiskt mindre fördelaktigt utfall för aktieägarna. Man måste ändå räkna med möjligheten att en om bolaget bättre informerad företagsledare på ett fullt legitimt sätt skulle använda sin arsenal med försvarsåtgärder till att maximera aktieägarnas utdelning.

Sen går det alltid att diskutera huruvida den allmänna förbudsregeln i NBK/OE II.16 (eller nu snarare i LOUA 5:1) verkligen innebär ett totalförbud mot åtgärder som försvårar eller förhindrar ett fientligt övertagande. Diskussionen har förts i avsnitt 4.3.1 ovan och skall inte repeteras här, utan det skall bara kort uppmärksammas att det enligt min mening torde gå att föra en diskussion om huruvida vidtagandet av en sådan åtgärd som visserligen försvårar förutsättningarna för budet lämnande eller genomförande, men som är en del av bolagets löpande förvaltning eller mer långsiktiga strategi och som sådan inte är ägnad att äventyra budet. Man kan tänka sig ett resonemang i linje med det som the Delaware Supreme Court förde i fallet *Paramount*, där företagsledningens plikt att som kortsiktiga

auktionsföreståndare maximera aktiepriset (the Revlon Duty) fick ge vika när ledningen hade en etablerad och uttalad långsiktig strategi för bolaget enligt vilken vissa typer av kontrollförändringar enligt företagsledningens bedömning inte var förenliga med aktieägarnas bästa.²⁶⁶

Utvecklingen verkar emellertid gå i motsatt riktning. I den nya LOUA 5:1 har kravet på att åtgärden *typiskt sett* skall vara ägnad att försämra förutsättningarna för budets lämnande eller genomförande slopats. Detta har visserligen skett utan någon närmare kommentar i propositionen och det är därför svårt att avgöra om någon materiell förändring är avsedd. En viss osäkerhet avseende rättsläget uppkommer också till följd av att den praxis och kompetens avseende bedömningen av försvarsåtgärder som genom åren utarbetats hos AMN nu riskerar att gå förlorad.

Med allt detta sagt menar jag inte att det inte är en logiskt mycket tilltalande och teoretiskt i stort sett nödvändig utgångspunkt att det är aktieägarnas ensak hur de vill förfara med sitt aktieinnehav. Enligt min mening är en ordning som alltid ger aktieägarna sista ordet och som förbjuder alla de försvarsåtgärder från ledningens sida som förhindrar att aktieägarna över huvud taget kan ta ställning till budet önskvärd. Av en sådan ordning följer emellertid inte att *varje* aktieägare skall ha rätt och möjlighet att avgöra erbjudandets eventuella framgång.²⁶⁷ I så fall skulle även alla de olika sorters försvarsåtgärder som en (ofta kvalificerad) ägarmajoritet kan införa (t.ex. i bolagsordningen) och genomföra behöva förbjudas, något som inte är aktuellt.

Av en sådan ordning följer enligt min mening inte heller att man *per se* måste förbjuda allt agerande från företagsledningens sida som kan försvåra för ett offentligt uppköpserbjudande. Företagsledningen representerar *alla* aktieägare²⁶⁸ – även minoritetsägarna – vilket gör att den kanske viktigaste uppgiften för ledningen i samband med ett offentligt bud är att försöka maximera det pris som betalas för aktierna. Vad gäller om företagsledningen motverkar ett lågt bud som av någon anledning har stöd bland en bred ägarmajoritet till förmån för ett högre bud som maximerar aktieägarnas vinst? Kanske kan det då finnas anledning att göra avsteg från en helt rigid princip om att företagsledningen inte får motverka ett bud, med hänvisning till t.ex. bolagets bästa eller minoritetsägarnas intressen.

²⁶⁶ Se vidare om *Paramount* i avsnitt 3.4 ovan.

²⁶⁷ Jfr t.ex. reglerna i tvångsinlösen i ABL kapitel 22.

²⁶⁸ Jfr likhetsprincipen.

Käll- och litteraturförteckning

OFFENTLIGT TRYCK

- Prop. 1997/98:99 *Aktiebolagets organisation*
- Prop. 2004/05:85 *Ny aktiebolagslag*
- Prop. 2005/06:140 *Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden*
- SOU 1990:1 *Företagsförvärv i svenskt näringsliv*
- SOU 1995:44 *Aktiebolagets organisation*
- SOU 2004:130 *Svensk kod för bolagsstyrning*
- SOU 2005:58 *Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden*
- FFFS 1995:43 *Finansinspektionens föreskrifter om registrering av fondpapper*
- FFFS 2005:6 *Finansinspektionens föreskrifter om aktiebolagsförvärv och överlåtelse av egna aktier*

OFFENTLIGT TRYCK FRÅN EU

Rådets förordning (EG) nr 139/2004, EGT [2004] L 24/1 – [citeras koncentrationsförordningen]

Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden, EUT L 142, 30.4.2004, s. 12 – [citeras takeoverdirektivet]

SJÄLVREGLERING OCH AVTAL

Näringslivets Börskommittés *Regler rörande offentliga erbjudanden om aktieförvärv* (gällande från och med 2003-09-01) – [citeras NBK/OE]

Näringslivets Börskommittés *Regler angående information om ledande befattningshavares förmåner* (gällande från och med 2002-08-15) [citeras Informationsreglerna]

Stockholmsbörsens *Noteringsavtal med handledningstext gällande fr.o.m. den 1 juli 2005* [citeras Noteringsavtalet]

LITTERATUR

- Beckman,
Jansson,
Wallin-Norman,
Wendelby *Lagarna på värdepappersområdet – en kommentar till insiderstrafflagen m.fl. lagar*, upplaga 1:1, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2002 [citeras Beckman *et al.*]
- Bergström, Clas
Samuelsson, Per *Aktiebolagets grundproblem*, upplaga 2, Norstedts Juridik AB, Göteborg 2001 [citeras Bergström & Samuelsson]
- Clausen, Nis
Sörensen, Karsten *Takeover bids*, DJÖF Publishing, Köpenhamn 1998 [citeras Clausen & Sörensen]
- Cooke, Terrence E. *Mergers and Acquisitions*, upplaga 2, Basil Blackwell Ltd., Oxford 1988 [citeras Cooke]
- Cooter, Robert
Ulen, Thomas *Law and Economics*, upplaga 3, Addison Wesley Longman, Inc., Reading 2000 [citeras Cooter & Ulen]
- Dahlman, Christian
Glader, Markus
Reidhav, David *Rättsekonomi – en introduktion*, Studentlitteratur, Lund 2002 [citeras Dahlman *et al.*]
- Davies
Hopt *Control Transactions. Utdrag från Kraakman et al., The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, Oxford University Press, Oxford 2004 [citeras Davies & Hopt]
- Dotevall, Rolf *Bolagsledningens skadeståndsansvar*, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2001 [citeras Dotevall]
- Fällman, Anders *Motåtgärder vid företagsförvärv i Sverige*, Särtryck ur betänkande från ägarutredningen (SOU 1990:1, Appendix B, bilaga 2) [citeras Fällman]
- Hamilton, Robert W. *Corporations*, upplaga 3, Black Letter Series (West Publishing Co.), St. Paul 1992 [citeras Hamilton]

- Johansson, Svante *Nials Svensk associationsrätt i huvuddrag*, upplaga 8:1, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2001 [citeras Johansson]
- Kraakman, Reinier R. *Taking Discounts Seriously: The Implications of "Discounted" Share Prices as an Acquisition Motive*. Utdrag från Bratton, William W., *Corporate Finance: Cases and Materials*, upplaga 5, Foundation Press, New York 2003, ss. 677-693 [citeras Kraakman]
- Kristiansson, Björn *Aktiemarknadsnämndens praxis under tio år*, Juristförlaget, Stockholm 1996 [citeras Kristiansson]
- Moberg, Krister
Samuelsson, Per *Börsrätt*, Norstedts Förlag AB, Angered 1989 [citeras Moberg & Samuelsson]
- Nyström, Göran
Ohlsson, Robert
Skog, Rolf *Nya takeover-regler på den svenska aktiemarknaden*, Jure bokhandel, Stockholm 2004 [citeras Nyström *et al.*]
- Sandström, Torsten *Svensk aktiebolagsrätt*, Norstedts Juridik AB, Stockholm 2005 [citeras Sandström]
- Schans Christensen, Jan *Contested takeovers in Danish law – a comparative Analysis based on a Law and Economics Approach*, G.E.C. Gads Forlag, Copenhagen 1991 [citeras Schans Christensen]
- Solomon
Schwartz
Bauman
Weiss *Corporations Law and Policy – Materials and Problems*, upplaga 3, West Publishing Co., St. Paul 1994 [citeras Solomon *et al.*]
- Werin, Lars *Ekonomi och rättssystem – särtryck*, Liber, Stockholm 1990 [citeras Wedin]
- Öster, Anna *Styrelsens ansvar vid fientliga företagsförvärv: "vem försvarar företaget?" En studie i ett internationellt perspektiv*, Juristförlaget JF AB, Stockholm 1992 [citeras Öster]

PERIODISKT TRYCK

- Bebchuk, Lucian Arye *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements.* Artikel i University of Pennsylvania Law Review, *Corporate Control Transactions*, December 2003, vol, 152, nr. 2., ss. 713-754 [citeras Bebhuk]
- Carney, William J.
Heimendinger, Mark *Appraising the Nonexistent: The Delaware Courts' Struggle with Control Premiums.* Artikel i University of Pennsylvania Law Review, *Corporate Control Transactions*, December 2003, vol, 152, nr. 2., ss. 845-880 [citeras Carney & Heimendinger]
- Gilson, Ronald J.
Gorden, Jeffrey N. *Controlling Controlling Shareholders.* Artikel i University of Pennsylvania Law Review, *Corporate Control Transactions*, December 2003, vol, 152, nr 2, s. 785-844 [citeras Gilson & Gordon]
- Jonsson, Tor *Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv,* Juridisk Tidskrift 1996/97, s. 887-913 [citeras Jonsson]

OPUBLICERADE KÄLLOR

- Hall, Johan *Försvarsåtgärder mot fientliga bud – rekommendationer för svenska börsnoterade företag,* Examensarbete i associationsrätt, Lunds Universitet, november 1995 [citeras Hall]

INTERNETKÄLLOR

- Stockholmsbörsens hemsida <http://www.omxgroup.se>
- Näringslivets Börskommittés hemsida <http://www.nbk.ihb.se>

Rättsfallsförteckning

NJA

NJA 1985 s. 343 *Företagsfinans AB*, 1985-04-12

AMN

AMN 1992:6 *Sandvik*, 1992-04-30

AMN 2002:2 *Vissa frågor om riktade nyemissioner*
(Initiativärende), 2002-01-09

AMN 2005:47 *Målbolags åtgärder vid fientliga bud (Skandia,*
bud från Old Mutual), 2005-11-06

AMERIKANSKA RÄTTSFALL

Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., Del. Supr., 493 A.2d 946 (1985)
[citeras Unocal]

Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Del. Supr., 506 A.2d 173
(1986) [citeras Revlon]

Paramount Communications, Inc. v. Time Inc., Del. Supr., 571 A.2d 1140
(1989) [citeras Paramount]