

Motåtgärder vid fientliga företagsförvärv

- *Skall ledningen i målbolag ha rätt att vidta motåtgärder vid fientliga uppköpserbjudanden?*

*Författare
Maria Nilsson*

*Handledare
Rolf Dotevall*

Förkortningar.....	4
1 Inledning.....	5
1.1 Syfte med framställningen och valda avgränsningar	5
1.2 Metoden för undersökningen	7
1.3 Framställningens upplägg	8
2 Allmän presentation av begreppet företagsförvärv	9
3 Företagsförvärv i Sverige	11
3.1 Kort historik	11
3.2 Regleringen av offentliga erbjudanden i Sverige	11
3.2.1 Inledning.....	11
3.2.2 Regleringen	12
3.2.2.1 Sanktioner och överklagande	13
3.2.3 Genomförande av offentliga erbjudanden.....	14
4 Fientliga företagsförvärv	16
4.1 Inledning.....	16
4.2 Motåtgärder vid fientliga uppköpserbjudanden i Sverige	16
4.2.1 Regleringen av bolagsledningens agerande i samband med fientliga uppköpserbjudande.....	16
4.2.2 Motåtgärder innan fientligt bud erlagts.....	17
4.2.2.1 Motåtgärder i bolagsordningen	17
4.2.2.1.1 Restriktioner vid val av styrelseledamöter	18
4.2.2.1.2 Inskränkt rösträtt	18
4.2.2.1.3 Hembud	19
4.2.2.1.4 Extra kvalificerade majoritetsbeslut vid fusion.....	19
4.2.2.1.5 Erbjudandeplikt	19
4.2.2.1.5.1 Värderings regler vid budplikt	20
4.2.2.2 Motåtgärder i avtal	20
4.2.2.2.1 Korsvist ägande	20
4.2.2.2.2 Anställningsavtal med generösa avgångsvederlag.....	21
4.2.2.2.3 Emission av aktier till utomstående företag	21
4.2.2.3 Motåtgärder i emissionsvillkor.....	22
4.2.2.4 Strukturella motåtgärder.....	23
4.2.2.4.1 Tillståndspliktig verksamhet	23
4.2.2.4.2 Konkurrensrättsligt skydd	23
4.2.2.5 Stiftelser	24
4.2.3 Motåtgärder efter fientligt bud erlagts	24
4.2.3.1 Pac-Man försvar	25
4.2.3.2 Trygghamn	25
4.2.3.3 Försäljning av målbolagets tillgångar	25
4.3 Motåtgärder vid fientliga uppköpserbjudanden i Storbritannien	26
4.3.1 Inledning.....	26
4.3.1.1 Kort om bolagsledningens formella organisation och kompetens	26
4.3.2 Regleringen av bolagsledningens agerande i samband med fientliga uppköpserbjudande.....	27
4.3.3 Motåtgärder innan fientligt bud erlagts.....	28
4.3.4 Motåtgärder efter fientligt bud erlagts	30
4.4 Motåtgärder vid fientliga uppköpserbjudanden i USA	31
4.4.1 Inledning.....	31
4.4.1.1 Kort om bolagsledningens formella organisation och kompetens	32

4.4.2	Regleringen av bolagsledningens agerande i samband med fientliga uppköpserbudande.....	33
4.4.3	Motåtgärder vid fientliga uppköpserbudanden	35
4.4.3.1	Motåtgärder innan fientligt bud erlagts	35
4.4.3.2	Motåtgärder efter fientligt bud erlagts	36
4.5	Reflektioner	37
5	Motåtgärder i Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/.../EG av den på bolagsrättens område om uppköpserbudande	39
5.1	Regeln om motåtgärder	40
5.2	Hur skulle förslaget till EG:s ”Takeover”-direktiv ha påverkat svenska företags möjligheter till motåtgärder?	41
5.2.1	Vad har Sverige och EU "förlorat" på att direktivförslaget inte antogs?.....	42
6	Skall ledningen i målbolag ha rätt att vidta motåtgärder vid fientliga uppköpserbudanden?	43
7	Avslutning	47
	Källor och litteratur	48

Förkortningar

ABL	Aktiebolagslagen
AmN	Aktiemarknadsnämnden
Art	Artikel
C. A.	Companies Act 1985
EG	Europeiska gemenskapen
EG:s "Takeover"-direktiv	Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/.../EG av den på bolagsrättens område om uppköpserbudande
EU	Europeiska Unionen
FFFS 1995:43	Föreskrifter (FFFS 1995:43) om inregistrering av fondpaper m.m.
FFFS 1998:16	Föreskrifter (FFFS 1998:16) om disciplinnämnd för börser
LBC	Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet
LHF	Lag(1991:980) om handel med finansiella instrument
NBK	Näringslivets börskommitté
NBK/OE	Näringslivets börskommittés rekommendationer: Offentliga erbjudande om aktieförvärv (1999)
SOU	Statens Offentliga Utredning
the board	the board of directors
the Panel	the Panel on Takeovers and Mergers
VD	Verkställande direktör

1 Inledning

I näringslivet pågår alltså en strukturomvandling, vilken får till följd att företagen i samhället blir allt större, eftersom företagsförvärv och fusioner är ett centralt inslag i utvecklingsprocessen. Nya företag bildas medan gamla anpassas till de förändrade förhållandena eller avvecklas. Denna utveckling har fått till följd att bolagets ägare inte längre utövar direkt inflytandet över bolaget utan överlåter denna funktion till en grupp förtroendevalda personer. Således har rollen som aktieägare fått allt mindre samband med den faktiska ledningen av företaget.

Fram till de senaste åren har företagsförvärv och fusioner i Europa karaktäriserats som vänskapsöverenskommelser grundade på gentlemannabeteende. Under de senaste åren har emellertid klimatet förändrats. Antalet företagsförvärv och fusioner har överträffat varandra från år till år, samtidigt som karaktären av vänskapsaffär har försvunnit och övergått till att bli betydligt mer aggressiv, främst från det förvärvande företags sida.¹ 1999 är det år i historien då uttrycket ”fientliga bud” fick sitt genomslag i Europas affärsvärld, i och med att flera offentliga erbjudanden ledde till genomförande av företagsförvärv mot bolagsledningars vilja.²

I USA har emellertid fientliga uppköpserbjudanden varit en del av affärsvärlden under flera decennier. Idag är det emellertid inte längre företagspirater, som ligger bakom fientliga uppköp, utan stora etablerade bolag, exempelvis IBM och Hilton. Emedan företagspiraterna var ute efter att stycka uppköpta bolag och sälja dem i delar för att tjäna pengar, ligger nu för tiden konkurrenter i jakt på marknadsandelar och storskalighet bakom de fientliga buden.³

Om offentliga erbjudanden inte välkomnas av bolag som är föremål för bud, kan det leda till att bolagsledningen försöker förhindra att företagsförvärvet genomförs, genom att vidta ett antal alternativa åtgärder. Det finns då en uppenbar risk att bolagsledningens intressen inte överensstämmer med de intressen bolagets ägare har. För att ta tillvara aktieägarnas intressen är det således av största vikt att företagsledningens handlingsutrymme klagörs, annars riskerar makten att i allt högre grad förskjutas från aktieägarna till företagsledningen.

1.1 Syfte med framställningen och valda avgränsningar

Mitt huvudsakliga syfte med denna uppsats är att klargöra och beskriva de bestämmelser som idag reglerar bolagsledningens användande av motåtgärder vid oönskade offentliga uppköpserbjudanden. Min intention är främst att undersöka om styrelsen i målbolag har rätt att vidta motåtgärder vid oönskade offentliga erbjudanden, så kallade ”*fientliga uppköps-erbjudanden*”, men även att diskutera om ledningen bör ha rätt att vidta motåtgärder i dessa situationer. Jag kommer att väga argument för och emot styrelsens möjligheter att vidta motåtgärder utan bolagsstämmans medgivande, samt redogöra för min inställning till motåtgärder. Min främsta målsättning är att framställningen bidrar till att läsarens intresse för ämnet väcks och att det leder till en djupare förståelse för rättsområdet.

¹ Ernsberger Jr, s 84f

² Hammar T, s 26

³ <http://www.di.se/Scripts/Main/print.asp?ID=/1997/03/26/126&print=1>

Jag har för avsikt att ta upp hur bolagsledningar idag undviker oönskade offentliga uppköpserbjudanden och ingående, men inte uttömmande, titta på vilka motåtgärder bolagsledningar kan ha rätt att vidta efter fientligt bud erlagts. För att ge en allmän bakgrund finns även en kort beskrivning av olika motiv som kan ligga bakom ett offentligt erbjudande i allmänhet.

För att begränsa min undersökning har jag valt att utgå ifrån tre länder, Sverige, Storbritannien och USA. Att jag valt Storbritannien och USA, jämte Sverige, beror på att den svenska lagstiftningen ofta inspirerats av rättsnormer från dessa länder. Särskilt börsrätten i Sverige har till mycket stor del påverkats av rättsutveckling i Storbritannien och USA. Exempelvis har den reglering av fientliga uppköpserbjudanden som finns i Sverige till stor del hämtats från Storbritannien. Jag utgår för övrigt nästan uteslutande ifrån publika aktiebolag och dess motsvarighet i utländsk rätt, då det främst är dessa bolagsformer som drabbas av fientliga uppköpserbjudanden.

Min förhoppning är att på ett översiktligt och illustrativt sätt beskriva de bestämmelser som idag reglerar fientliga uppköpserbjudanden i dessa länder. Min avsikt är att först redogöra för och sedan jämföra de olika ländernas regler om motåtgärder. Därefter, utifrån jämförelsen, kommer jag att peka på tydliga likheter och skillnader mellan de olika rättsordningarna.

I redogörelsen för motåtgärder vid fientliga uppköpserbjudanden i Sverige beskrivs olika motåtgärders funktioner och användningsområden utförligt. Anledningen härför är att ge en allmän beskrivning av motåtgärder, vilken ger en bakgrund som underlättar förståelsen av ämnet och som dessutom är viktig för framställningen. I samband med den allmänna redogörelsen för respektive motåtgärd beskrivs dessutom tillämpningen av den specifika motåtgärden inom svensk rätt för att ge en djupare insikt i syftet med och begagnandet av motåtgärder. I redogörelsen för den utländska rätten tas emellertid endast exempel på motåtgärder som kan vidtas i olika situationer upp.

I USA har varje delstat sin egen aktiebolagsrätt. Då en mycket stor del av amerikanska bolag lyder under delstaten Delawares aktiebolagsrätt har jag således, för att begränsa mig, valt att utgå ifrån denna delstats lagstiftning, vid min presentation av bolagsledningens agerande vid fientliga uppköpserbjudanden i USA.

För att göra framställningen mer lättillgänglig för läsaren redogör jag i korthet för den formella organisation inom de bolagsformer i engelsk och amerikansk rätt som motsvarar den svenska aktiebolagsformen, samt kompetensfördelningen mellan bolagsledningen och bolagets aktieägare i dessa bolagsformer. En likartad beskrivning rörande svenska aktiebolag finner jag överflödigt.

Då svensk rätt står mig närmast har jag valt att infoga en mycket kort historisk beskrivning av företagsförvärv i Sverige. Dessutom kommer jag att presentera den svenska regleringen av offentliga företagsförvärv. Detta då jag anser att det är viktigt att läsaren får sig en helhets bild av offentliga erbjudanden och dess reglering innan fientliga bud behandlas, eftersom fientliga uppköpserbjudanden utgör en variant av offentliga erbjudanden. Jag beskriver emellertid inte motsvarande reglering i Storbritannien och USA.

I framställningen tas dessutom regeln om motåtgärder i förslaget till EG:s ”Takeover”-direktiv upp och hur direktivet skulle ha påverkat svenska företags möjligheter till motåtgärder om det antagits. Att jag väljer att ta upp det numera nerröstade förslaget till EG:s ”Takeover”-direktiv beror på att det är högst sannolikt att kommande förslag till ”Takeover”-direktiv i hög grad kommer att likna detta förslag, även om vissa förändringar givetvis måste genomföras.⁴ Vidare kommer antagande av direktiv ha stor betydelse inte bara för den

⁴ Rolf Skog och <http://www.freshfields.com/practice/corporate/publications/newsletters/new-issues/1499.pdf>

svenska regleringen utan givetvis för alla EU-medlemsländer. Därtill har USA:s reglering i hög grad påverkat EG:s ”Takeover”-direktiv, vilket delvis inneburit att ett nytt direktivförslag måste framställas och presenteras.

I framställningen har jag utgått ifrån att det är ett annat företag, en juridisk person, som eftersträvar att förvärva målbolaget. I praktiken kan det dock likväl vara en fysisk person. Vidare används ”bolagsledning” som en samlad term för styrelse och verkställande direktör, eller motsvarande i utländsk rätt. Det är motiverat att använda termen, trots att den inte finns i svensk lagstiftning, då det i många bolag är den verkställande direktören som är den drivande kraften vid motåtgärder. Det är visserligen styrelsen som formellt beslutar i försvarsfrågor, men beslutet verkställs sedan direkt av den verkställande direktören eller så hänskjuts frågan till bolagsstämman, om bolagsordning, lag eller annan reglering så påfordrar.⁵

Eftersom det i svensk rätt i stort sett saknas civil- och associationsrättsliga regler avseende offentliga erbjudanden och ledningens agerande vid sådana erbjudanden, har noteringsavtalet med dess inkorporering av Näringslivets börskommittés rekommendation ”Offentliga erbjudande om aktieförvärv”, (NBK/OE), en avgörande roll. Då Stockholms fondbörs är den största marknadsplatsen i Sverige, har jag valt att utgå från detta noteringsavtal, vilket är knutet till inregistrering och notering av aktier vid just Stockholms fondbörs. Genom noteringsavtalet binds följaktligen bolag vars aktier är inregistrerade eller noterade vid Stockholms fondbörs till NBK/OE. Denna rekommendation är ensam om att ställa upp normer för genomförande av offentliga erbjudanden och agerande till följd därav. Jag har inte tittat närmare på andra noteringsavtal, som är knutna till andra marknadsplatser i Sverige⁶ eller börser utomlands.

1.2 Metoden för undersökningen

Framställningen bygger på en litteraturstudie av lagar, föreskrifter, förarbeten, rekommendationer, praxis och doktrin på området, såväl svensk som utländsk. Denna studie är till för att kunna analysera hur problemområdet reglerats i respektive land. Utgångspunkten i framställningen är de lege lata, men vissa inslag av förslag till de lege ferenda förekommer. I ett försök att förbättra underlaget för analysen har jag även varit i kontakt med en praktiker inom ämnesområdet.

Jag har valt att arbeta med en komparativ metod då synen på styrelsens möjligheter att vidta motåtgärder utan bolagsstämmans medgivande i hög grad skiftar från rättsordning till rättsordning. Således är det av stort värde att titta närmare på andra länders rättsregler inom området, speciellt med tanke på Sveriges litenhet.

Som nämnts ovan har den svenska lagstiftningen, särskilt på börsrättens område, till stor del inspirerats och påverkats av rättsutveckling i Storbritannien och USA och således faller det sig naturligt för mig att undersöka dessa länders reglering av problemområdet närare.

En stor del av den doktrin som behandlar rättsområdet, särskilt inom den svenska rätten, är några år gammal, vilket försvårar studien då ämnet är dynamiskt. Bolagslagstiftningen i Sverige har under de senaste åren genomgått omfattande omstrukturering och genomgripande förändringar. Den utländska rätten är emellertid bättre uppdaterad än den svenska. Vidare har revideringen av Näringslivets börskommittés rekommendation: ”Offentliga erbjudande om aktieförvärv” 1999 lett till att flera åtgärder som tidigare har kunnat vidtas av ledningen i

⁵ Jonsson T, s 887

⁶ T.ex. Nordic Groth Marke och Aktie Torget

bolag inte längre tillåts. Således är en del av innehållet i litteraturen inaktuellt. Jag hoppas emellertid att detta inte på något sätt skall ha påverkat det materiella innehållet i uppsatsen.

1.3 Framställningens upplägg

Framställningen är indelad i 7 kapitel. Kapitel 2 utgör en allmän presentation av begreppet företagsförvärv. I kapitel 3 behandlas regleringen i Sverige av offentliga erbjudanden. Därutöver tas genomförande av offentliga erbjudanden upp. Kapitel 4 innehåller en relativt genomgripande beskrivning av regleringen av bolagsledningens agerande i samband med fientliga uppköpserbjudanden i Sverige, Storbritannien och USA. Vidare beskrivs olika motåtgärder, dess funktioner och användningsområden. I slutet av detta kapitel tas även de mest framträdande likheterna och skillnaderna upp. I kapitel 5 presenteras regeln om motåtgärder i EG:s ”Takeover”-direktiv, vilket nyligen röstades ner av parlamentet, och hur detta direktiv skulle ha påverkat svensk rätt. Även vikten av att anta ett gemensamt direktiv på EU-nivå diskuteras. I kapitel 6 avhandlas och vägs argument för och emot styrelsens möjligheter att vidta motåtgärder utan bolagsstämmans medgivande. Kapitel 7 avslutar uppsatsen och vissa generella slutsatser dras.

2 Allmän presentation av begreppet företagsförvärv

Då ett företag som önskar expandera (förvärvande företag) påträffar ett annat företag (målbolag), vars verksamhet på ett eller annat sätt kan kombineras med det förvärvande företags intresse för att förvärva målbolaget uppstår. Detta innebär att det förvärvande företaget helt eller delvis vill skaffa sig kontrollen över målbolaget.

Motiven till att förvärva ett annat bolag kan givetvis variera men ofta förekommande orsaker är strukturella skäl, d.v.s. förvärvet medför synergieffekter och/eller samordningsfördelar. Synergieffekter innebär att genom att använda sig av det förvärvande företags egna resurser ökas målbolagets effektivitet mer än vad målbolaget självt skulle kunna ha åstadkommit.⁷ Andra orsaker kan vara finansiella skäl, som riskspridning och skattemässiga samordningsvinster eller skäl beroende på maktintressen, t.ex. stärkande av marknadsposition eller om ökad marknadsdominans.⁸ En grundläggande förutsättning för att företagsförvärv över huvud taget skall kunna komma till genomföras, är att köparens värdering av företaget skiljer sig från säljarens värdering.⁹ Förvärv av ett aktiebolag kan ske antingen genom inkrämsöverlåtelse eller genom förvärv av aktier.

Beroende på motivet bakom det enskilda företagsförvärvet och på ägarstrukturen i målbolaget, kan köparens behov av aktieinnehav i målbolaget variera. Vill förvärvarföretaget endast uppnå en styrelsepost med sitt innehav kan det kanske räcka med 10 % medan det i andra fall kan krävas 90 % eller mer, beroende på vilken kontroll förvärvaren vill få över målbolaget och på om aktierna i målbolaget röstdifferentierats.¹⁰

Förvärv av företag kan på ett överskådligt sätt delas in i följande stadier:

✦ Innan förhandlingen

Inledande planer finns hos företagsledningen hos det förvärvande företaget angående expansion av företagets rörelse. Vilja finns att inleda förhandlingar, men målbolaget har ännu ej kontaktats.

✦ Under förhandlingen

Målbolaget har kontaktats och förhandlingar genomförts, vanligen vid ett flertal tillfällen. Som avslutning på förhandlingarna *kan* ett ”Letter of intent”¹¹ slutas mellan parterna.

✦ Slutligt avtal

Ytterligare förhandlingar genomförs och det slutliga avtalet förhandlas fram.

I Sverige är det vanligtvis styrelsen i det förvärvande företaget som beslutar om företagsförvärv, då det är styrelsen som svarar för förvaltningen av bolagets angelägenheter.¹² I vissa fall kan dock företagsförvärv falla inom VD:s kompetens, som är att sköta den löpande

⁷ Ramberg J, Hultmark C, s 50

⁸ SOU 1990:1 s 81-87

⁹ SOU 1990:1 s 81

¹⁰ Afrell A, Klahr H, Samuelsson P, s 236

¹¹ Letter of intent är ett så kallat föravtal, vilket förpliktigar parterna att senare vidta de åtgärder som är nödvändiga för det slutliga avtalet. Letter of intents rättsliga ställning är omtvistad, men doktrinen har hittills ansett att dessa föravtal medför bundenhet, åtminstone till viss del. Ramberg J, Hultmark C, s 78f

¹² ABL 8:3

förvaltningen av bolaget.¹³ Huruvida förvärvet faller inom VD:s eller styrelsens kompetensområden avgörs beroende av det förvärvande bolagets struktur och storlek, samt utifrån målbolagets beskaffenhet och storlek. Då styrelsen förvärvar företag torde ej bemyndigande från bolagsstämma krävas, så länge företagsförvärvet inte kräver ändring av bolagsordningen eller beslut om nyemission. Styrelsens handlingsförmåga är emellertid, precis som VD:s, beroende av företagets struktur och storlek. Kan företagsförvärvet ses som en extraordinär åtgärd torde styrelsen ha skyldighet att hänskjuta frågan till bolagsstämman innan beslut fattas.

I Storbritannien och USA har bolagsstyrelser, *the Board of Directors*, vidare kompetens än styrelser i svenska bolag. Således kan de flesta företagsförvärv genomföras utan godkännande av bolagets aktieägare.

¹³ ABL 8:25

3 Företagsförvärv i Sverige

3.1 Kort historik

Makten över de svenska företagen var fram till mitten av 1800-talet i de allra flesta fall bunden till själva företagandet. Ägandet av företaget låg hos enskilda familjer, som oftast själva svarade för hela företagets verksamhet. I undantagsfall delegerades den löpande driften till en anställd och således utomstående företagsledare, men detta var väldigt sällsynt. Överförande av företag till annan, helt eller delvis, skedde således genom arv, köp eller samverkan med ömsesidigt gillande.¹⁴

Under den senare delen av 1800-talet slog aktiebolagsformen igenom, vilket ledde till att många företag ombildades till aktiebolag. Dessutom kom aktiebolagsformen i allt större utsträckning att användas vid nyetablering av företag. På detta sätt spreds ägandet i företagen något, men ägarkretsen var fortfarande begränsad och hade stark lokal anknytning, p.g.a. obetydlig informationsspridning av företaget till följd av bristande kommunikationer. Således saknades förutsättningar för aktiehandel i någon vidare omfattning. I slutet av 1800-talet förbättrades dock kommunikationerna, vilket successivt banade vägen för nationell aktiehandel.¹⁵

Under samma period skapade de förbättrade kommunikationerna, den tekniska utvecklingen och uppkomsten av en organiserad kapitalmarknad tillsammans premisser, som gjorde det lönsamt att driva företag med olika driftställen. Följaktligen kom företagsförvärv och företagssamgåenden att bli ett vanligt förekommande inslag i det svenska näringslivet, vilket det är än idag.¹⁶

3.2 Regleringen av offentliga erbjudanden i Sverige

3.2.1 Inledning

Det finns i huvudsak tre olika sätt att förvärva aktier på i ett aktiemarknadsbolag:

- ✘ Genom köp på aktiemarknaden
- ✘ Genom privata förhandlingar mellan säljare och köpare
- ✘ Genom offentligt erbjudande

Jag har främst valt att titta på regleringen av offentliga erbjudanden, d.v.s. ett erbjudande på generell angivna villkor riktat till ägarna i det bolag som skall förvärfvas (målbolaget) om att överta aktierna i bolaget. Offentliga erbjudanden kan i princip framställas i fyra olika former:

- ✘ Förhandlade bud
- ✘ Bud som varken motarbetas av ledningen i eller ägarna av målbolaget.

¹⁴ SOU 1990:1 s 25

¹⁵ SOU 1990:1 s 25

¹⁶ SOU 1990:1 s 15

- ✘ Fientliga bud, d.v.s. bud som motarbetas av ledningen i målbolaget¹⁷, och ofta även av vissa av ägarna i målbolaget
- ✘ Konkurrerande bud

Offentliga erbjudanden kan i praktiken givetvis innehålla mer än ett av dessa inslag, det kan ju både vara fientligt och konkurrerande, eller övergå från en form till en annan form. Tillexempel kan ett förhandlat bud övergå till att bli fientligt om ledningarna i de olika bolagen inte kommer överens, eller så kan ett fientligt bud komma att avslutas som ett förhandlat bud.¹⁸

3.2.2 Regleringen

I svensk lagstiftning, bortsett från vissa elementära aktiebolagsrättsliga regler som likabehandlingsprincipen¹⁹ och regler om bolagsorganens kompetens, saknas civil- och associationsrättsliga lagregler om ledningens agerande vid offentliga erbjudanden om förvärv av bolagets aktier. Begrundar man fenomenet företagsförvärv så är inte det speciellt besynnerligt då ett övertagande inte förutsätter någon aktivitet från bolagets sida. Det offentliga erbjudandet riktas ju till den enskilde aktieägaren, som vanligtvis får sälja sina aktier till vem den vill.²⁰ I teorin är problemet således lättlost rättsligt sett, men i praktiken visar det sig att företagsförvärv medför åtskilliga och svåra problem som måste lösas med hänsyn till många motstridiga intressen.

Den enda reglering som finns på området är en rekommendation, ”Offentliga erbjudanden om Aktieförvärv” (1999), även kallad ”Take-over-rekommendationen”, utfärdad av Näringslivets börskommitté (NBK). NBK består idag av ”Svenskt Näringsliv” och ”Stockholms Handelskammare”. Rekommendationen antogs ursprungligen år 1971, för att förhindra att oönskade beteende som tidigare förekommit i anslutning till offentliga erbjudanden skulle komma att användas generellt. Rekommendationen bar då namnet ”Rekommendationer rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag”. Den ursprungliga rekommendationen kom att genomgå omfattande bearbetning av NBK och 1988 ändrades namnet till ”Rekommendation rörande offentliga aktieförvärv”. De förändringar som då genomförts har ”The City Code on Takeovers and Mergers” som förebild, d.v.s. regler som den engelska the Takeover Panel administrerar.²¹ Efter ytterligare revidering fick rekommendationen, (fortsättningsvis förkortad till NBK/OE), sin nuvarande form år 1999 och kom då även att innefatta regler angående budplikt. NBK/OE omfattar, i sina olika upplagor, endast offentliga erbjudanden, då det främst är i dessa situationer som regler för att skydda allmänheten behövs.

Sedan år 1977 har NBK/OE kommit att ingå i Stockholms fondbörs noteringsavtal, genom en hänvisning i bilaga 2.²² Detta innebär att alla bolag som ingått noteringsavtal är skyldiga att följa NBK/OE annars bryter de mot noteringsavtalet.²³ Det är dock meningen att NBK/OE skall tillämpas i alla de fall då någon köpare ”erbjuder aktieägare i svenskt bolag som utgivit aktier vilka är noterade vid en börs eller auktoriserad marknadsplats att på generellt angivna

¹⁷ SOU 1990:1 s 98

¹⁸ Afrell A, Klahr H, Samuelsson P, s 232

¹⁹ ABL 3:1, 8:34 och 9:37

²⁰ ABL 3:2 och 3:3

²¹ Afrell A, Klahr H, Samuelsson P, s 234f

²² Jonsson T, s 888

²³ I Stockholms fondbörs noteringsavtal för år 2001 hänvisar i punkt 1b, under rubriken ”Informationsskyldighet m.m.”, till de rekommendationer som är intagna i bilaga 2 och i bilaga 2 finns NBK/OE intagen.

villkor överlåta sina aktier till köparen”²⁴, alltså även av personer som inte ingått noteringsavtal. Dessa personer är dock inte på något sätt bundna av att följa NBK/OE, mer än möjligen etiskt. I NBK/OE finns även regler om skyldighet att i vissa fall lämna offentligt erbjudande (budplikt).

Det är Aktiemarknadsnämnden (AmN), vilken bildades 1986, som i det enskilda fallet bestämmer hur det offentliga erbjudandet skall genomföras. AmN tolkar NBK/OE och får medge undantag från rekommendationen.²⁵ Även AmN består av ”Svenskt Näringsliv” och ”Stockholms Handelskammare”, men även de fyra stora bankerna i Sverige, samt Stockholms fondbörs finns representerade, till viss del, i sammanslutningen.

AmN:s allmänna uppgift är att verka för god aktiemarknadssed, genom att uttala sig om vad god sed på aktiemarknaden kräver i olika enskilda situationer. Dessa uttalanden utgör sedermera praxis på området. AmN kan dock inte utfärda några sanktioner.²⁶

3.2.2.1 Sanktioner och överklagande

NBK/OE utgör, genom hänvisning, en del av noteringsavtalet och således blir samma sanktioner tillämpliga vid överträdelse av NBK/OE, som vid andra överträdelser mot noteringsavtalet. De sanktioner som blir tillämpliga enligt Stockholms fondbörs noteringsavtal 2001 är i enlighet med punkten 5 under rubriken ”Påföljder m.m.”:

- Avnotering
- Varning
- Vite, motsvarande högst 10 gånger bolagets årsavgift.

Vanligtvis beslutar börsen genom sin VD om överträdelse av noteringsavtalet är så allvarlig att det kan bli aktuellt med sanktioner. Det är dock börsens disciplinnämnd som bestämmer själva påföljden. Disciplinnämnd utses av börsens styrelse, med stöd av lagen om börs- och clearingverksamhet²⁷, samt av Finansinspektionens föreskrifter.²⁸ Innan ärendet hänskjuts till disciplinnämnden begär börsen in en skriftlig förklaring från bolaget som begått överträdelsen. Bolaget får då möjlighet att avge en godtagbar förklaring om sådan finns. Framförs inte någon tillfredsställande förklaring upprättar börsen ett så kallat anmärkningspåstående, vilket översänds till bolaget, som får ytterligare en chans att förklara sig. Om inte heller detta yttrande ger anledning till annat översänds därefter samtliga handlingar i ärendet till disciplinnämnden. Bolaget får då en skriftlig förfrågan från nämnden om det vill framföra ytterligare synpunkter skriftligen eller muntligen. Därefter bestäms eventuell påföljd, men i vissa fall måste yttranden från Finansinspektionen först inhämtas.²⁹

Vid överträdelse av NBK/OE är det dock AmN som, genom att göra ett uttalande, avgör om rekommendationen överträds och noteringsavtalet på så sätt brutits. Detta uttalande är sedermera bindande för börsens disciplinnämnd som i dessa fall endast har att besluta om eventuell påföljd.

²⁴NBK/OE punkten I.1

²⁵ NBK/OE punkten I.2

²⁶ Afrell A, Klähr H, Samuelsson P, s 235

²⁷ LBC 5:8-11

²⁸ Föreskrifter (FFFS 1998:16) om disciplinnämnd för börser

²⁹ Föreskrifter (FFFS 1998:16) om disciplinnämnd för börser och Börsregler 2001;Handledning till noteringsavtal och listningskrav; 3 Noteringsavtal punkten 5

Eftersom förhållandet mellan börsen och ett företag bygger på ett avtal, kan företaget alltid gå till allmän domstol om det känner sig felbehandlat av börsens disciplinnämnd. Tvisten rör då ett avtalsbrott och behandlas således utifrån de civilrättsliga regler och allmänna principer som finns inom det aktuella området.

Enligt punkt 5 under rubriken ”Påföljder m.m.” i Stockholms fondbörs noteringsavtal 2001, skall vite åläggas bolaget. Enligt min mening är detta anmärkningsvärt då bolaget, och således indirekt aktieägarna, följaktligen blir ”skadeståndsskyldiga” då bolagsledningen handlar felaktigt, genom att eftersätta sin uppgift att ta tillvara aktieägarnas intresse. Sanktioner borde istället riktas direkt mot de närmast ansvariga, nämligen mot styrelse och VD. Visserligen kan en talan om skadestånd till bolaget väckas mot de ansvariga enligt ABL³⁰, men en sådan process är ofta både kostsam och långdragen.

3.2.3 Genomförande av offentliga erbjudanden

Syftet bakom ett offentligt erbjudande är att det förvärvande företaget helt eller delvis vill skaffa sig kontrollen över målbolaget. Det offentliga erbjudandet skall omedelbart efter det att köparen fattat beslut om att lämna ett offentligt erbjudande, offentliggöras genom ett pressmeddelande.³¹ I pressmeddelandet angående det offentliga erbjudandet skall de huvudsakliga villkoren för erbjudandet anges, bland annat skall det framgå hur många aktier som är aktuella för ett förvärv och vilket pris företaget är beredd att betala per aktie. Om det finns förbehåll eller andra väsentliga förutsättningar för erbjudandet måste även detta framgå i pressmeddelandet. Vidare skall uppgifter om motiven till erbjudandet lämnas i korthet och förvärvets effekter, omedelbart och i ett framtidsperspektiv, på förvärvande företags resultat och ställning. Dessutom skall uppgifter om det förvärvande företags innehav och kontroll av såväl antalet som röstvärdet av aktier i målbolaget finnas med. Även en tidsplan för erbjudandets genomförande skall ingå i pressmeddelandet. Slutligen krävs upplysning angående om förvärvande företag försäkrat sig om accept av erbjudandet från aktieägare i målbolaget, och i så fall i vilken utsträckning detta har skett.³² Det förvärvande företaget träder således fram offentligt och anger avsikten med budet, samt hur det skall finansieras.

Anledningen till att utförlig information skall lämnas i pressmeddelande är att pressmeddelande normalt sett påverkar aktiekursen i framförallt målbolaget. Således är det viktigt att relevanta fakta lämnas i så stor utsträckning som möjligt, annars riskerar kursbildningen att bli felaktig.

Förutom offentliggörande genom pressmeddelande skall prospekt eller informationsbroschyr skickas till alla aktieägare som omfattas av erbjudandet och vars adresser är kända, samt till börs eller auktoriserad marknadsplats hos vilken förvärvande företags eller målbolagets aktier noteras, och till nyhetsmedia i lämplig omfattning. Prospekt eller informationsbroschyr behöver dock inte skickas ut om målbolagets ledning vidtar motåtgärder mot det offentliga erbjudandet, eller om förmånligare och konkurrerande offentligt erbjudande läggs på målbolaget.³³

Innan beslut om offentligt erbjudande fattats hos det förvärvande företaget har vanligen målbolagets ägarstruktur undersökts för att analysera möjligheterna till att lyckas med förvärvet och om erbjudandet skall riktas mot institutionella placerare eller små aktieägare.

³⁰ ABL 15:7 med hänvisning till ABL 15:1-3

³¹ NBK/OE punkten II.1

³² NBK/OE punkten II.2

³³ NBK/OE punkten II.1

Vanligen försöker det förvärvande företaget på ett tidigt stadium samråda med större aktieägare i målbolaget för att försäkra sig om att de är villiga att acceptera budet. Deras medverkan är nödvändig då ovilja att acceptera budet från deras sida effektivt stoppar erbjudandet.

För att skaffa sig en bättre utgångsposition kan företag förvärva aktier över börsen innan ett bud offentliggörs. Det är dock viktigt att observera att när någon kontrollerar över 5 procent av antalet aktier eller röster i ett bolag aktualiseras NBK:s Rekommendation: ”Offentliggörande vid förvärv och överlåtelse av aktier m.m.” (Flaggningsrekommendationen). Gränserna för offentliggörande, så kallad flaggning, är 5 procent och därefter de procenttal som är jämt delbart med 5 till och med 90 procent av det totala antalet aktier eller röster i bolaget. Detta ger aktiemarknaden en förvarning om vad som är på gång. Flaggningsplikt gäller både vid förvärv och vid försäljning av aktier. Flaggning skall ske senast kl.09.00 den börsdag som följer närmast efter aktietransaktionen.³⁴ Konsekvensen av att ett företag köper en stor andel aktier i ett annat företag över börsen blir troligen att priset på aktierna stiger. Det är därför viktigt att göra en noga avvägning angående tidpunkten då beslut om offentligt erbjudande fattas.

Även enligt lagen om finansiella instrument finns det regler om flaggning. Dessa regler omfattar alla aktieägare oavsett om de ingått noteringsavtal eller ej. Dessa regler ger dock aktieägarna lite längre tid, sju dagar, för att informera börsen och målbolaget. Procentgränserna är dessutom generösare; 10, 20, 33 1/3, 50 och 66 2/3 av andelen av röstetalet.³⁵ Det är finansinspektionen som övervakar att lagen om handel med finansiella instrument efterföljs. Inspektionen kan även agera mot juridiska eller fysiska personer som inte lyder under svensk lag, om personen har hemvist i EU-land, men då måste inspektionen agera genom motsvarande myndighet i det aktuella landet.³⁶ Även insiderlagstiftningen innehåller vissa regler om offentliggörande av aktieinnehav i vissa fall.³⁷

Efter att det offentliga erbjudandet offentliggjorts är det förvärvande företaget bundet av budet under acceptfristen, vilken omfattar minst tre veckor efter det att prospekt offentliggjorts enligt Finansinspektionens föreskrifter om prospekt.³⁸ Det förvärvande företaget kan dock förbehålla sig rätten att återkalla erbjudandet innan accept avgetts.³⁹

Inom skälig tid före acceptfristens utgång måste styrelsen i målbolaget offentliggöra sin inställning till erbjudandet och motivera denna. Om styrelsen varken tillstyrker eller avstyrker det offentliga erbjudandet skall även bakgrunden härtill redovisas.⁴⁰ Det är av stort intresse för aktieägarna att få ta del av styrelsens uppfattning, då styrelsen ofta har en betydande insikt i förhållandena i målbolaget och på så sätt kan ha lättare att utvärdera det offentliga erbjudandet.

Det får dock inte glömmas bort att ledningens intressen i bolaget kan skilja sig från aktieägarnas intressen. Aktieägarna vill maximera företagets värde, enär företagsledningen kanske hellre maximerar sin egen nytta. Likväl är dessa båda parter beroende av varandra. För att kunna driva företaget behöver företagsledningen aktieägarnas kapital, medan aktieägarna är beroende av företagsledningens kompetens för att få avkastning på sitt kapital.⁴¹

³⁴ NBK:s rekommendation: Offentliggörande vid förvärv och överlåtelse av aktier m.m. främst punkten II.1

³⁵ LHF 4:1

³⁶ Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv, Jonsson Tor, s 891f.

³⁷ Anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument, lag (2000:1087)

³⁸ NBK/OE punkten II.3

³⁹ NBK/OE punkten II.4

⁴⁰ NBK/OE punkten II.12

⁴¹ Jonsson T, s 890

4 Fientliga företagsförvärv

4.1 Inledning

Det är inte alla offentliga erbjudanden som mottas med öppna armar av målbolagets ledning eller av alla dess aktieägare. Budet kan ha framlagts utan föregående förhandlingar mellan det förvärvande företaget och målbolaget, eller så kan förhandlingarna ha strandat, vilket medfört att det förvärvande företaget istället valt att gå direkt till målbolagets aktieägare.⁴²

Offentliga erbjudanden som motarbetas av företagsledningen och i en del fall även av vissa aktieägare i målbolaget, klassificeras som fientliga bud. Uttrycket ”fientligt bud”, är hämtat från engelsk terminologi. Uttrycket syftar på den inställning som målbolagets sittande ledning har till det offentliga budet som framlagts utan dess samtycke.⁴³ Det är viktigt att poängtera, att anledningen till företagsledningens fientliga inställning till det offentliga erbjudandet inte alltid behöver bero på faktorer, som hänger samman med en objektiv värdering av företaget. Tyvärr kan bl.a. styrelsemedlemmarnas rädsla för att förlora jobbet vara en bidragande orsak. Fientliga bud betyder inte alltid att bud läggs på hela företaget, utan budet kan även innebära att bud endast läggs på en del av målbolagets totala antal aktier.

Då fientligt bud framlagts vidtar företagsledningen ofta åtgärder för att förhindra att kontrollen av företaget går över till någon utomstående med avsaknad av ledningens medgivande. Denna sorts åtgärder går under den samlade benämningen motåtgärder. En motåtgärd kan vidtas som försvar mot ett fientligt bud, men det kan även vara en preventiv åtgärd för att motverka försök till fientliga bud, med övertagande som följd, i framtiden.⁴⁴

4.2 Motåtgärder vid fientliga uppköpserbjudanden i Sverige

4.2.1 Regleringen av bolagsledningens agerande i samband med fientliga uppköpserbjudande

Som vi sett ovan regleras offentliga erbjudanden i Sverige endast i en rekommendation NBK/OE och detsamma gäller motåtgärder vid fientliga bud. I NBK/OE II.13 stadgas:

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

Följaktligen får varken styrelsen eller den övriga ledningen i målbolaget vidta åtgärder utan bolagsstämman medgivande, förutom i undantagsfall. I kommentaren till bestämmelsen

⁴² SOU 1990:1 s 37f

⁴³ SOU 1990:1, Bilaga 5 s 53

⁴⁴ SOU 1990:1 s 98

saknas emellertid närmare förklaring och exemplifiering rörande när undantag skall aktualiseras. Undantaget i regeln har emellertid hittills aldrig tillämpats.

4.2.2 Motåtgärder innan fientligt bud erlagts

De preventiva motåtgärder som ett företag kan genomföra för att förhindra att fientliga bud uppkommer omfattas inte av NBK/OE, utan regleras endast av de få civil- och associationsrättsliga lagregler som består av elementära aktiebolagsrättsliga bestämmelser, som lika-behandlingsprincipen och generalklausulen, samt regler om bolagsorganens kompetens.

Likabehandlingsprincipen uttrycks i huvudsak i paragrafen 3:1 ABL och innebär att alla aktier har lika rätt i bolaget, om inte annat framgår av lag eller bolagsordning. Generalklausulen fastställer att styrelsen eller annan ställföreträdare för bolaget inte får företa rättshandling eller annan åtgärd som kan ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare. Inte ens bolagsstämman får fatta ett beslut som kan ge fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare. Klausulen kommer till uttryck i paragraferna 8:34 och 9:37 ABL.

NBK/OE anger inte vad som utgör erlagt offentligt bud, således torde avtalslagens regler gälla och enligt dem är ett bud i ett pressmeddelande inte ett anbud i avtalslagens mening, utan det är prospektet som utgör själva anbudet. Denna princip har slagits fast av AmN i ett uttalande från 1994.⁴⁵ Motbud som endast erlagts i pressmeddelande kan därför företagsledningen vidta i princip vilka åtgärder som helst utan att bryta mot NBK/OE, så länge ledningen håller sig inom de civil- och associationsrättsliga lagreglerna.

Det vanligaste och mest naturliga sättet att undvika eller att åtminstone förbereda sig på ett fientligt bud är genom att tillämpa så kallad ”radarbevakning”, *radar alert*. Denna form av bevakning innebär att företagsledningen kontinuerligt följer handeln i företagets aktier. På detta sätt söker ledningen således att förutse hur nuvarande aktieägare kan komma att agera vid ett eventuellt offentligt bud på företaget eller om en aktieägare rent av själv kan komma att avge ett sådant bud.⁴⁶ Att på detta sätt försöka ligga steget före är något som de flesta bolag lägger ner mycket tid på.

Det bör påpekas att det ofta anges att den i Sverige tillåtna röstvärdesdifferentiering⁴⁷ utgör en preventiv motåtgärd och följaktligen komplicerar företagsförvärv. Att så skulle vara fallet saknar dock stöd i praktiken. Att rösterna i bolaget koncentreras till vissa aktieägare försvårar inte själva uppköpet. Vanligtvis håller ägare av aktieposter med stor röstandel hårt i sina aktier, men i vissa fall kan röstdifferentiering underlätta vid bolagsförvärv. Får man en aktieägare som sitter på en stor andel av rösterna att sälja, kan det ju räcka att förhandla enbart med denne och på så sätt till och med slippa lägga ett offentligt erbjudande.

4.2.2.1 Motåtgärder i bolagsordningen

Denna grupp av motåtgärder använder bolagsordningen som redskap för att försvåra ett övertagande av kontrollen i målbolaget och går ofta under namnet ”hajpulver”, vilket är en direktöversättning för det amerikanska uttrycket ”shark repellent”.⁴⁸

⁴⁵ AmN 1994:4

⁴⁶ Jonsson T, s 894f

⁴⁷ ABL 3:1

⁴⁸ Weston J. F, Kwang S. C, Juan A. S, s 421

4.2.2.1.1 Restriktioner vid val av styrelseledamöter

Genom att förlänga styrelseledamöters mandatperiod till mer än ett räkenskapsår och i bolagsordningen stadga att det inte är möjligt att avsätta ledamöter försvårar företag eventuella fientliga övertaganden. Denna åtgärd måste dock kompletteras med krav på mycket kvalificerad majoritet för ändring av bestämmelsen i bolagsordningen, för att få någon större effekt. Det framgår inte i ABL var gränsen för högsta tillåtna röstandel för att avsätta styrelseledamot i förtid går, men att ställa karv på 100 procents enighet torde ej vara tillåtet då det rimligen strider mot ABL:s grunder. Bestämmelsen kan medtas i bolagsordningen direkt för ett nybildat bolag eller så måste bolagsordningen ändras. Beslut om en sådan ändring kräver vanligen minst två tredjedelars majoritet av såväl de angivna rösterna, som de företrädda aktierna på stämman.⁴⁹

Om styrelse härutöver utses successivt försvårar det ytterligare för en eventuell förvärvare. På detta sätt kan förvärvaren inte tillsätta en helt ny styrelse på en och samma gång vid bolagsstämma, utan måste vänta på att de olika mandatperioderna löper ut. En mandatperiod kan dock som längst löpa på 4 år.⁵⁰ Denna metod går under namnet omlottstyrelse, *staggered board*.⁵¹

Styrelseval kan även förrättas genom kumulativ röstning, *cumulative voting*. Det innebär att aktieägarminoriteten i bolaget utser så många styrelseledamöter som svarar mot den andel av det totala antalet röster på bolagsstämman, som företräds av ägarminoriteten.⁵² Denna metod utgör ett effektivt sätt att hindra en enskild ägare av en större aktiepost att ensam utse alla styrelseledamöter och på så sätt kontrollera bolaget fullt ut. Även denna åtgärd måste kombineras med krav på mycket kvalificerad majoritet vid avsättning av styrelseledamöter i förtid, för att vara effektiv.

Slutligen kan det föreskrivas i bolagsordningen att en eller flera styrelseledamöter skall utses av annan än aktieägare på bolagsstämman, till exempel kan ett annat företag, organisation eller myndighet ha fått rätt att utse ledamöter. I publika aktiebolag måste dock mer än hälften av ledamöterna utses av aktieägarna på bolagsstämman. Styrelse eller styrelseledamot får aldrig utse styrelseledamöter.⁵³ Dessa ledamöter kan endast avsättas i förtid av den som utsett ledamoten.⁵⁴ Denna åtgärd måste dock kombineras med någon av ovanstående för att ge ett bra skydd, eftersom majoriteten av styrelsen annars utses av dominerande aktieägare.

4.2.2.1.2 Inskränkt rösträtt

Enligt ABL 9:5 har aktieägare rätt att rösta för det fulla antalet aktier som innehavet omfattar. Regeln är emellertid fakultativ och följaktligen kan rätten begränsas i bolagsordningen. Genom generell rösträttsinskränkning, *limited voting*, får ingen aktieägare rösta för fler aktier än vad som stadgas i bolagsordningen. Begränsningen kan göras till viss andel av röstetalet eller ett visst antal röster.⁵⁵ Även rösträttsinskränkningen bör kompletteras med krav på mycket kvalificerad majoritet för ändring av bestämmelsen i bolagsordningen. Även selektiv rösträttsinskränkning kan tillämpas, det vill säga att inskränkningen endast blir tillämplig i

⁴⁹ ABL 9:30

⁵⁰ ABL 8:10

⁵¹ Jonsson T, s 895

⁵² SOU 1990:1 bilaga 5 s 66

⁵³ ABL 8:6

⁵⁴ ABL 8:11

⁵⁵ SOU 1990:1 bilaga 5 s 67

vissa frågor, förslagsvis vid styrelseval. Det går även att stadga att rösträttsinskränkning enbart skall träda i kraft under vissa omständigheter, exempelvis vid fientliga erbjudanden.

4.2.2.1.3 Hembud

I svensk lag medges numera inga begränsningar i rätten att äga aktier i ett svenskt aktiebolag. I bolagsordningen kan emellertid rätten till att behålla köpta aktier i bolag begränsas genom en hembudsklausul.⁵⁶ Klausulens intention är att ägandet av aktierna i bolaget sprids i en allt för vid krets. Det bör observeras att börsnoterade aktier inte får omfattas av hembudsklausul.⁵⁷

Bestämmelsen har medfört att bolag infört olika slags aktier. Ett aktieslag omfattas inte av någon hembudsklausul och noteras följaktligen, medan ett annat aktieslag omfattas av en hembudsklausul och således behålls onoterade. Ofta har de noterade aktierna lägre röstvärde än de onoterade, vilket är tillåtet enligt svensk lag.⁵⁸

4.2.2.1.4 Extra kvalificerade majoritetsbeslut vid fusion

Fusioner är inte speciellt vanliga i Sverige och förfarandet är förhållandevis komplicerat så väl tidsmässigt som regelmässigt, främst avseende skatteregleringen. Vid en fusion övergår överlåtande bolags tillgångar och skulder till övertagande bolag i utbyte mot ett fusionsvederlag, vilket består av aktier och eventuellt kontanta medel. Överlåtande bolag upphör då som egen juridisk person utan likvidation och gemensam bokföring införs. Alla förpliktelser som åligger det överlåtande bolaget övergår till det övertagande bolaget.⁵⁹

Trots att ett fusionsförfarande många gånger är komplicerat utgör det ett effektivt sätt att undgå motåtgärder. Enligt ABL 14: 11 fordras att minst två tredjedelar av såväl de företrädde rösterna som de vid stämman företrädde aktierna godkänner fusionsplanen för att beslutet skall vara giltigt. Sålunda kan en förvärvare med denna majoritet genom en fusion inkorporera målbolaget utan att behöva neutralisera en rad motåtgärder till höga kostnader. För att förhindra detta förfarande kan bolag införa så kallad extra kvalificerade majoritetsbeslut, *supermajority amendments*. Denna åtgärd innebär att bolagsordningen kräver högre andel av målbolagets aktier och röster vid genomförande av en fusion än vad lagen kräver, vilket komplicerar fusionen ytterligare. Metoden är tillämplig på absorptionsfusioner⁶⁰ och kombinationsfusioner⁶¹.

4.2.2.1.5 Erbjudandeplikt

En omstridd försvarsåtgärd mot aktieägare med kontrollpost är stadgande om erbjudandeplikt i bolagsordningen.⁶² Det finns idag ingen lagstadgad budplikt i Sverige utan endast regler om tvångsinlösen. Enligt ABL 14:31 har ett moderbolag, vars innehav överstiger 90 procent av såväl aktierna som röstetalet för samtliga aktier i ett dotterbolag, rätt att lösa in återstoden av

⁵⁶ ABL 3:3

⁵⁷ FFFS 1995:43 1:1

⁵⁸ ABL 3:1 Röstvärdesskillnaden får dock inte överstiga tio gånger röstvärdet för annan aktie i bolaget.

⁵⁹ Jonsson T, s 902f

⁶⁰ ABL 14:1 stycke 1

⁶¹ ABL 14:1 stycke 2

⁶² Jonsson T, s 898

aktierna från de övriga aktieägarna. Dessa aktieägare kan vidare kräva att moderbolaget löser in deras aktier.

Trots att det inte finns några bestämmelser i lag om budplikt kan ett bolag, för att avskräcka en eventuell förvärvare, införa regler som föreskriver att alla ägare, både juridiska och fysiska personer, som passerar en viss gräns för ägande, som lämpligen är lägre än lagens, är tvungna att lägga ett bud på de övriga aktierna i bolaget, även om ägarens totala innehav av aktier och dess röstetal understiger gränsen för tvångsinlösen på 90 procent. Denna budplikt försvårar förvärv av kontrollposter i bolag, då kostnaderna för förvärvet riskerar att skjuta i höjden. Att i bolagsordningen införa regler om budplikt strider inte mot god sed på aktiemarknaden enligt ett uttalande av AmN.⁶³ Från och med i år, 2001, har budplikt jämväl kommit att införas i NBK/OE⁶⁴, och således ingår även reglerna om budplikt i noteringsavtalet. Gränsen för budplikt går vid 40 procent av det totala antalet röster i bolaget.⁶⁵ AmN har emellertid möjlighet att bevilja dispens från budplikten.⁶⁶

Det är även möjligt att införa regler i bolagsordningen som påkallar budplikt om ett offentligt erbjudande lämnas på alla eller en del av målbolagets aktier. Rättsläget visserligen oklart angående möjligheten att göra vissa bestämmelser i bolagsordningen beroende av speciella omständigheter och vilka företeelser som skulle kunna godtas. Ett offentligt erbjudande är emellertid en händelse som är konkret och fastställbar och tillämpningen av en bestämmelse som villkoras av ett offentligt erbjudande skulle inte innebära några tveksamheter.⁶⁷

4.2.2.1.5.1 Värderings regler vid budplikt

För att förstärka budpliktsbestämmelser i bolagsordningen kan ett bolag även föra in särskilda värderingsregler, *valuation rules*, som skall tillämpas vid budplikt och tvångsinlösen. Det kan då exempelvis fastställas att priset per aktie skall motsvara eller överstiga priset vid ett potentiellt offentligt erbjudande.⁶⁸ Vid tvist om priset vid tvångsinlösen enligt ABL 14:31 skall dock skiljeförfarande användas för att få fram ”aktiernas verkliga värde”.⁶⁹ Har moderbolaget förvärvat större delen av aktierna i dotterbolaget genom offentligterbjudande mot viss ersättning per aktie skall lösenbeloppet, i enlighet med den så kallade särregeln, motsvara detta vederlag.⁷⁰

4.2.2.2 Motåtgärder i avtal

4.2.2.2.1 Korsvist ägande

En preventiv motåtgärd, som hade sin största utbredning i slutet av 1980-talet, är korsvist ägande, *cross-ownership*. Åtgärden hindrar effektivt en aktieägare att komma upp i nittio procent av ett bolags aktier och kan även neutralisera en kontrollägare. Då korsvist ägande anses falla under ett bolags löpande verksamhet, tar denna åtgärd relativt kort tid att få till

⁶³ AmN 1992:6

⁶⁴ NBK/OE kapitel III

⁶⁵ NBK/OE III.1

⁶⁶ NBK/OE I.2

⁶⁷ SOU 1990:1 bilaga 5 s 70

⁶⁸ ibid

⁶⁹ ABL 14:32

⁷⁰ ABL 14:31 sista stycket

stånd.⁷¹ Om tre bolag kommer överens om att varje bolag skall äga minst tjugofem procent av rösterna i båda de andra bolagen, skapar dessa företag tillsammans ett slutet ägarsystem⁷², en så kallad hajbur. Det innebär att ingen annan aktieägare kan ta kontrollen fullt ut över något av de inblandade bolagen.

4.2.2.2 Anställningsavtal med generösa avgångsvederlag

I svenska bolag ingås anställningsavtal med den verkställande direktören av bolagets styrelse. Genom att förse detta avtal med en så kallad gyllene fallskärm, *golden parachute*, som utlöses vid fientliga företagsförvärv, för att eskalera utgifterna för förvärvaren och på så sätt göra målbolaget mindre tilldragande. Bolagsstämman kan vidare besluta om att tilldela styrelseledamöter gyllene fallskärmar. För att öka effekten ytterligare kan även andra anställda, med ledande befattningar, förse med fallskärmar, som då går under namnet tennfallskärmar, *tin parachutes*.⁷³ Sedan 1993 måste bolag, vilka har aktier noterade på Stockholms fondbörs, ange alla förmåner som ledande befattningshavare innehar i sin årsredovisning.⁷⁴

Målbolaget får dock inte missgynnas av fallskärmsavtalen. Avgångsvederlag som inte är marknadsmässigt betingade kan följaktligen bli ogiltiga enligt generalklausulerna i ABL.⁷⁵ Vid ett fientligt företagsförvärv kan dessutom den nya ledningen i målbolaget med stöd av 36§ Avtalslagen, försöka jämka avgångsvederlag som är oskälig höga. Det bör även uppmärksammas att om VD försöker motarbeta ett fientligt företagsförvärv riskerar VD att begå avtalsbrott mot sitt anställningsavtal, då det kan anses illojalt av VD att agera på ett sådant sätt. Ett sådant avtalsbrott kan ge den nya styrelsen i målbolaget rätt att häva VD:s anställningsavtal.⁷⁶

4.2.2.3 Emission av aktier till utomstående företag

I Sverige har endast bolagsstämman rätt att besluta om nyemissioner,⁷⁷ såvida inte stämman bemyndigat styrelsen att fatta beslut om nyemission.⁷⁸ Bemyndigandet gäller i högst ett år.⁷⁹ Ett sådant bemyndigande får dock inte användas av målbolagets ledning då offentligt bud framställts.⁸⁰ Målbolaget kan dock i förväg förbinda sig att emittera nya aktier och rikta dem till ett utomstående företag i ett optionsavtal för att späda ut en ägares aktie innehav.⁸¹

Vidare finns det inget i ABL som säger att ett bolag inte får äga egna emitterade skuldebrev och det är ju företagsledningen som beslutar i investeringsfrågor. Huruvida återköp av egna skuldebrev med bibehållen konverteringsrätt är möjlig är emellertid oklart och lagen ger inte någon vägledning i frågan. Skulle det vara möjligt för bolag att återköpa skuldebrev med bibehållen konverteringsrätt, kan bolag införskaffa skuldebrev för att senare vid eventuellt offentligt erbjudande sälja skuldebreven till ett vitt riddare, *white knight*, d.v.s. till ett utomstående bolag. Syftet med denna åtgärd är att späda ut aktieägares innehav. Målbolaget

⁷¹ Jonsson T, s 903f

⁷² SOU 1988:38 Bilaga 1 s 92f

⁷³ Jonsson T, s 899

⁷⁴ NBK:s ”Rekommendation om information angående ledande befattningshavares förmåner”.

⁷⁵ ABL 8:34, och 9:37

⁷⁶ SOU 1990:1 bilaga 5 s 79

⁷⁷ ABL 4:1 och 15:3

⁷⁸ ABL4:14-15 och 15:9

⁷⁹ ABL 4:15 stycke två

⁸⁰ NBK/OE II.13

⁸¹ SOU 1990:1 bilaga 5 s 76f

har givetvis innan det offentliga erbjudandet lämnats, ingått ett avtal med vänskapsbolaget och däri förbundit sig att vid ett offentligt erbjudande sälja egna konvertibla skuldebrev.⁸²

Slutligen kan målbolaget emittera skuldebrev med avskiljbara teckningsoptioner till aktieägarna och därefter köpa tillbaka teckningsoptionerna. Åter igen ingås avtal med utomstående bolag, denna gång om försäljning av teckningsoptioner vid offentligt erbjudande.⁸³

Problemet med dessa motåtgärder är att det uppstår en konflikt mellan det avtal som målbolaget ingått med vänskapsbolaget och NBK/OE II.13. Om målbolagets ledning realiserar optionsavtalet så bryter de mot rekommendationen och eventuellt noteringsavtal. Bolaget riskerar då påföljder från börsens disciplinnämnd till följd av ledningens agerande. Om ledningen istället väljer att inte verkställa optionsavtalet begår det ju avtalsbrott mot vänskapsbolaget, med skadeståndsskyldighet som påföljd. I båda fallen kan ledningen dessutom bli personligt skadeståndsskyldiga enligt ABL 15:1. Det bör således konstateras att dessa motåtgärder kan bli mycket kostsamma för målbolaget och dess ledning. Denna motåtgärd kan dock ha en avskräckande effekt på eventuella förvärvare och således avhålla dessa från att lägga offentligt erbjudande på bolagets aktier. På så sätt fungerar motåtgärden utan att behöva realiseras.

4.2.2.3 Motåtgärder i emissionsvillkor

I ABL 4:5 anges de villkor som är obligatoriska för ett beslut om nyemission. Dessa villkor är troligen inte uttömmande och bolag bör således ha möjlighet införa fler villkor i beslutet.⁸⁴ Villkoren för emission kan innehålla regler där vissa villkor för skuldebrev med tecknings- och optionsrätt ändras, då vissa företeelser inträffar, t.ex. vid offentliga bud. Denna åtgärd gör bolaget mindre attraktivt för en budgivare. Dessa metoder går under namnet giftpiller, *poison pills*. Ändamålet med giftpiller är att öka den ekonomiska belastningen för en eventuell köpare. Innehavare av skuldebrevet försakas ingen ekonomisk skada då teckningsrättsoptionen kan lösgöras från själva skuldebrevet efter det att skuldebrevet emitterats. I USA, där giftpillren ursprungligen kommer ifrån, delas giftpillren in i två kategorier: Flip-in pills och Flip-over pills. Det förekommer dock vissa variationer inom dessa två kategorier. I Sverige kan dessa piller få följande tillämpning:⁸⁵

✱ Flip-in piller, det vill säga inåtriktade giftpiller, medför att emissionsvillkoren för skuldebrevsinnehavaren ändras vid utlösandet av giftpillret, vilket innebär att vid en speciell händelse ger teckningsrättsoptionen rätt till nyteckning i målbolagets aktier till en fördelaktig kurs,⁸⁶ som dock inte får understiga aktiens nominella värde.⁸⁷ Pillret kan även vara villkorat att utlösas när en aktieägars innehav uppnår en viss procentandel av det totala antalet aktier bolaget.⁸⁸ Denna motåtgärd kan vidare förstärkas genom att i emissionsvillkoren ta in en hembudsklausul för att försäkra sig om att skuldebrev inte hamnar i

⁸² Jonsson T, s 900f

⁸³ SOU 1990:1 bilaga 5 s 78

⁸⁴ Kender G, s 85

⁸⁵ Jonsson T, s 901

⁸⁶ ibid

⁸⁷ ABL 5:1

⁸⁸ Olrog C, Rickhamre K G, s 130

”fientliga” händer.⁸⁹ Det kan även finnas möjlighet till en viss sänkning av konverteringskursen för att ytterligare försvåra för en förvärvare.

☀ Flip-over pillar fungerar så att en aktie eller ett konvertibelt skuldebrev ger rätt till att teckna aktier till en förmånlig kurs i det **förvärvande** företaget under vissa omständigheter, exempelvis vid offentliga uppköpserbjudanden.⁹⁰ Rätten till denna nyteckning förutsätter dock att bolagsordningen i målbolaget villkorar ett eventuellt fusionsavtal mellan förvärvande företag och målbolaget av att flip-over bestämmelsen måste iaktas av det förvärvande företaget.⁹¹ Denna motåtgärd är hämtad direkt från USA och kommer inte att tillämpas i någon större utsträckning i Sverige, då flip-over endast kan användas vid fusion enligt ABL 14 kapitlet 1 och 2 §§ och detta förfarande är mycket sällsynt. Det är vidare oklart i vilken utsträckning rättsordningen är villig att upprätthålla bestämmelser i målbolagets bolagsordning som anger en förutsättning för godkännande av fusionsavtal på det sätt som flip-over gör.⁹²

Slutligen kan dessutom ett bolag ge ut konvertibla skuldebrev, vars emissionsvillkor ger innehavaren av skuldebrev omedelbar rätt till inlösen av skuldebrevet, då vissa förutsättningar är uppfyllda. Även denna motåtgärd är hämtad från USA och går under namnet ”*poison puts*”, giftoptioner.⁹³

4.2.2.4 Strukturella motåtgärder

4.2.2.4.1 Tillståndspliktig verksamhet

Vanligen måste företag som driver tillståndspliktig verksamhet, t.ex. bank-⁹⁴ eller försäkringsverksamhet⁹⁵, uppfylla vissa villkor för att inte tillståndet skall återkallas av tillsynsmyndigheten. Genom att målbolaget har en verksamhetsdel som kräver tillstånd kommer tillsynsmyndigheten att granskas den ny företagsledning i målbolaget, för att se om de uppfyller de kriterier som uppställts för att bedriva verksamheten. Om kriterierna inte uppfylls kan således myndigheten ingripa mot förvärvet. Tillståndsprövningen är inte beroende av om förvärvaren är svensk eller utländsk, utan endast köparens kvalifikationer för att driva verksamheten utvärderas. Denna motåtgärd går under namnet trygghamn, *safe harbor*. För att undkomma denna motåtgärd kan dock förvärvaren avtala med tredje part om att försälja den tillståndspliktiga verksamhetsdelen till denne.⁹⁶

4.2.2.4.2 Konkurrensrättsligt skydd

Om ett målbolag förvärvar företag och på så sätt expanderar inom sitt verksamhetsområde till en betydande storlek är det möjligt att en fientlig förvärvare förbjuds att förvärva målbolaget, då förvärvet skulle leda till en allt för dominerande ställning inom verksamhetsområdet på den

⁸⁹ SOU1990:1 bilaga 5 s 74f

⁹⁰ Weston J. F, Kwang S. C, Juan A. S, s 424

⁹¹ Olrog C, Rickhamre K G, s 130

⁹² SOU1990:1 bilaga 5 s 74

⁹³ Weston J. F, Kwang S. C, Juan A. S, s 426f

⁹⁴ Bankrörelselagen 1987:617

⁹⁵ Försäkringsrörelselagen 1982:713

⁹⁶ Jonsson T, s 904

svenska marknaden. Denna åtgärd fungerar endast mot förvärvare som konkurrerar på samma marknad.⁹⁷ Givetvis kan även konkurrensrättsliga regler på EU-nivå sätta stopp för företagsförvärv.

4.2.2.5 Stiftelser

Ett effektivt sätt för företagsledningen att kontrollera en del av företagets aktier och röster är att inrätta en stiftelse, som har till uppgift att förvalta löne- eller pensionsförmåner för bolagets anställda. En stiftelse skapas då ett stiftelseförordnande formuleras och egendom förs över till stiftelsen. Stiftelsens förvaltare, vilken blir dess styrelse, skall sedan ses ut av stiftarna eller enligt direktiv från dem.⁹⁸ Genom att stiftarna dikterar att styrelsen i bolaget skall se ut stiftelsens förvaltare, skapar företagsledningen ett försvar mot fientliga företagsförvärv, som är proportionellt till stiftelsens aktiepost i bolaget.⁹⁹

Det är framför allt tre typer av stiftelser som kan användas som försvarsmetod:

- ✦ Pensionsstiftelse.¹⁰⁰ - Har till uppgift att säkerställa utfästelser om anställda och efterlevandes pension. Denna stiftelseform får högst äga 5 procent av bolagets aktier. Ledamöterna i stiftelsen väljs till hälften vardera av arbetsgivaren och arbetstagarna.
- ✦ Vinstandelsstiftelse.¹⁰¹ - Har inga restriktioner för ägarandel i bolaget, då en vinstandelsstiftelse inte är en personalstiftelse. Stiftelsen förvaltar vinstmedel som förts över för att komma de anställda tillgodo.
- ✦ Discretionary deferred compensation trust. - En utländsk stiftelse, utan ägarandelsbegränsning i bolaget, där avsättningen från bolaget till stiftelsen utgörs av anställdas erhållna bonus. Att använda denna stiftelseform medför dock bokföringsmässiga problem, bl.a. angående tidpunkten för avdragsrätt.¹⁰²

4.2.3 Motåtgärder efter fientligt bud erlagts

Då målbolagets ledning har befogad anledning att förutsätta att ett seriöst erbjudande är nära förestående, eller då ett seriöst bud har lämnats, minskar ledningens handlingsutrymme för motåtgärder. Ledningen får då inte utan stöd av bolagsstämman beslut vidta någon motåtgärd, som kan komma att äventyra att erbjudandet erlaggs eller vidhålls.¹⁰³ Det är emellertid möjligt för ledningen att lämna ut positiv information om målbolaget till marknaden. Dessutom kan, genom förhandlingar mellan målbolagets ledning och det förvärvande företaget, en stilleståndsöverenskommelse, *standstill agreement* eller köp av budgivares aktier, *greenmailing*, komma tillstånd.

En stilleståndsöverenskommelse innebär som huvudregel att förvärvande företag inte köper fler aktier i målbolaget i utbyte mot att målbolagets ledning inte försvårar förvärvet. I Sverige

⁹⁷ Konkurrenslagen 1993:20

⁹⁸ Stiftelselag (1994:1220)

⁹⁹ Jonsson T, s 902

¹⁰⁰ Lag (1967:531) om tryggnad av pensionsutfästelser

¹⁰¹ Regleras endast av Stiftelselag (1994:1220)

¹⁰² Jonsson T, s 902

¹⁰³ NBK/OE II.13

har således denna överenskommelse ringa betydelse då målbolagets ledning inte får försvåra förvärvet enligt NBK/OE II.13. Metoden tillämpas dock ibland då auktion äger rum på målbolaget och dess ledning vill vinna tid för att erhålla fler bud, gärna från vänskapsbolag. I utbyte får då förvärvande företag tillgång till information av målbolaget, som det annars inte skulle fått.

Vid köp av budgivares aktier köper målbolaget budgivarens samtliga aktier till ett värde över gällande aktiekurs. Problemet är bara det att endast generell greenmail är tillåten i Sverige, då likhetsprincipen¹⁰⁴, samt ABL 7:3 måste följas. Vidare måste en white knight medverka vid en greenmail-transaktion då svenska aktiebolag¹⁰⁵ inte får äga mer än 10 procent av sina egna aktier¹⁰⁶. Målbolaget får dock ersätta den överkurs som en white knight nödgas betala. Ses förvärvet som en transaktion för att kringgå kapitel 7 i ABL, riskerar transaktionen att bli ogiltig.¹⁰⁷

4.2.3.1 *Pac-Man försvar*

En uppseendeväckande motåtgärd är så kallat *Pac-Man* försvar, vilket precis som dataspelet Pac Man går ut på att ”äta upp” motståndaren innan man själv blir ”uppäten” av denne. Målbolaget köper således in sig i det förvärvande företaget i så stor utsträckning att det förvärvande företaget hotas att övertas av målbolaget. Metoden förutsätter dock att målbolaget uppnår mer än 50 procent av rösterna i det förvärvande företag innan det förvärvande företag uppnår mer än 50 procent i målbolaget, eftersom dotterbolag inte får förvärva aktier i sitt moderbolag.¹⁰⁸ Därtill krävs givetvis att målbolaget innehar tillräckligt med likvida medel för att kunna genomföra motåtgärden.

4.2.3.2 *Trygghamn*

Även då offentligt bud erlagts kan motåtgärden ”trygghamn” användas. Denna variant kallas då defensivt förvärv, *defensive merger*. Genom att målbolaget köper ett företag för vilket okontrollerade uppköp ej tillåts enligt konkurrenslagstiftning eller branschlagstiftning och inkorporerar företaget i sin verksamhet kan målbolagets ledning hindra att bolaget förvärvas, utan att bryta mot NBK/OE, så länge målbolagets förvärv kan anses falla inom bolagets löpande verksamhet.

4.2.3.3 *Försäljning av målbolagets tillgångar*

En sista motåtgärd är försäljning av målbolagets huvudtillgångar, *crown jewels*, till ett vänskapsbolag, en *white knight*. Genom att målbolaget säljer tillgångar som är attraktiva för förvärvande företag blir målbolaget följaktligen mindre tilldragande. Försäljning av tillgångar som innebär att målbolaget inte längre uppfyller verksamhetsföremålet i bolagsordningen är dock uteslutet. Vidare måste försäljningen falla inom bolagets löpande verksamhet för att ledningen inte skall bryta mot NBK/OE.¹⁰⁹ Även om dessa krav uppfylls finns det emellertid

¹⁰⁴ ABL 3:1

¹⁰⁵ Enligt ABL 7:3 får dock endast publika aktiebolag vars aktier är noterade vid börs, en auktoriserad marknadsplats eller annan reglerad marknad förvärva egna aktier. Det är dessutom bolagsstämman eller styrelsen enligt stämmans bemyndigande som beslutar om förvärv av egna aktier, ABL 7:11

¹⁰⁶ ABL 7:9.

¹⁰⁷ Jonsson T, s 905

¹⁰⁸ ABL 7:23

¹⁰⁹ Jonsson T, s 905

en risk för att ledningens handlande kan ses som ett brott mot NBK/OR. I kommentaren till NBK/OE II.13 finns nämligen ”realiserande av tillgångar” som ett exempel på en åtgärd, som målbolagets ledning inte bör vidta. Det är således inte orimligt att denna motåtgärd ses som ett brott mot NBK/OE. Saken får dock avgöras från fall till fall, beroende på tillgångens värde och art.

4.3 Motåtgärder vid fientliga uppköpserbjudanden i Storbritannien

4.3.1 Inledning

I Storbritannien regleras aktiebolagsrätten av the Companies Act 1985 och där finns således grundläggande och tvingande normer för bolagsformen och dess organ. Till the Companies Act finns ett kompletterande regelverk, *The Companies (Table A) Regulations*, vilket kan antas som bolagsordning för ett bolag delvis eller i sin helhet.¹¹⁰

I engelsk rätt finns liksom i svensk rätt, två typer av bolag där ansvaret för bolagets förpliktelser har begränsats gentemot delägarna. Den ena formen, *private companies*, syftar till att reglera förhållandet för bolag som bedriver mindre verksamhet och har ett mindre antal delägare. I *private companies* krävs endast en director, d.v.s. en styrelseledamot.¹¹¹ Den andra formen, *public companies*, utgör emellertid en aktiebolagsform vars verksamhet är av mer omfattande slag och som ofta har ett stort antal delägare.¹¹² Vidare måste *public companies* ha minst två directors,¹¹³ samt ett aktiekapital på minst £50.000.¹¹⁴

4.3.1.1 Kort om bolagsledningens formella organisation och kompetens

Båda aktiebolagsformerna i Storbritannien är organiserade enligt the one-tier system,¹¹⁵ vilket innebär att det endast finns ett ledningsorgan i bolaget. Ledningsorganet är *the Board of Directors*, vilket motsvaras av styrelsen i svensk aktiebolagsrätt, vars verksamhet regleras genom the Companies Act och bolagsordningen. Det är dock bolagsordningens stadgande som reglerar kompetensfördelningen mellan bolagets ledning och dess ägare. Oftast föreskriver dock bolagsordningen, av praktiska skäl, att the Board of Directors, vilket är ett kollegialt organ, skall sköta bolagets löpande förvaltning.

Bolagsledningen har självfallet skyldighet att handla i enlighet med lag och företags bolagsordning. Vid utövandet av sitt uppdrag har ledamöterna i styrelsen dessutom en generell plikt att agera för bolagets bästa. Därutöver har ledamöterna även förtroendeförpliktelser, *fiduciary duties*, en sorts lojalitetsförpliktelser,¹¹⁶ och aktsamhetsplikt, *the duty of care*, vilket innebär en skyldighet att sköta bolaget med omsorg och skicklighet.¹¹⁷

Bolagets aktieägare utövar sina ägarrättigheter på bolagsstämman. Stämman har dock ingen rätt att ge styrelsen direktiv, ingripa mot styrelsens beslut eller åtgärder avseende bolagets förvaltning, om ett sådant agerande inte har stöd i bolagsordningen. Då tveksamheter finns

¹¹⁰ Sec 8(1) C A.

¹¹¹ § 282 Companies Act 1985

¹¹² Sec 1(3) C A.

¹¹³ § 282 Companies Act 1985

¹¹⁴ Sec 11 C A. med hänvisning till 118 C A.

¹¹⁵ Dotevall R, s 31

¹¹⁶ Savela A, s 157f

¹¹⁷ Savela A, s 172ff

angående kompetensfördelningen mellan bolagsorganen skall dock frågan hänskjutas till bolagsstämman, trots avsaknad av lagstöd, som har att avgöra under vilket organs kompetens frågan faller under. Detta eftersom bolagsordningen reglerar kompetensfördelningen mellan bolagsorganen, vilket medför att the Board of Directors in dubio inte kan besitta någon kompetens alls.¹¹⁸

4.3.2 Regleringen av bolagsledningens agerande i samband med fientliga uppköpserbjudande.

Som nämnts tidigare regleras bolagsrätten i Storbritannien av the Companies Act 1985. Där framgår dock inte uttryckligen hur bolagsledningen i ett målbolag skall agera i samband med att ett offentligt bud på bolagets aktier erlagts. Emellertid finns där regler om hur vissa förfaranden, som kan användas som motåtgärder, skall genomföras, t.ex. nyemission. Istället har grundregler om bolagsledningens agerande vid fientliga företagsförvärv fastslagits i praxis. De viktigaste av dessa regler är lojalitetsplikten, *fiduciary duties*, och aktsamhetsplikten, *the duty of care*. Lojalitetsplikten innebär ”the duty to act bona fide”, emedan aktsamhetsplikten bedöms utifrån en komparation med ”the reasonable man”.¹¹⁹ Även viss hänsyn till the Financial Services and Markets Act 2000 måste tas.¹²⁰

Bolagsledningen har en skyldighet att behandla bolagets aktieägare opartiskt. Den har vidare till uppgift att upprätthålla balans mellan det kortsiktiga intresse som finns hos vissa av bolagets aktieägare och de planmässiga intressen som ligger till grund för bolagets framtid. Således är de plikter som the board of directors innehar, knutna till såväl nuvarande som framtida aktieägare. Men även bolagets anställdas intressen skall tillvaratas.¹²¹ Problemet är att det inte framgår vilket intresse som skall väga tyngst; aktieägarnas eller de anställdas. Det torde trots allt vara aktieägarnas intresse som skall ha företräde.¹²² Bolags främsta mål är konventionellt sett att tjäna pengar åt sina ägare.¹²³ The directors får aldrig sätta sig i en sådan position att konflikt uppstår mellan deras plikt gentemot företaget, vilket innefattar både aktieägare och anställda, och directors egenintresse.¹²⁴

Framst regleras dock bolagsledningens agerande vid offentliga erbjudanden om förvärv av bolagets aktier i ”the City Code on Takeovers and Mergers”, hädanefter the Code, vilket utgör det regelverk som en arbetsgrupp, vars initiativtagare var the Bank of England, framställde i slutet av 1950-talet för att förkomma och sålunda förhindra lagstiftning inom detta rättsområde. Inledningsvis fanns förhoppningen om att regelverket skulle komma att höras ut utan något övervakande organ. Denna förhoppning visade sig dock vara för optimistisk, så 1968 inrättades ”the Panel on Takeovers and Mergers”, framgent the Panel, för att administrera The Code.¹²⁵ Det var således först när the Panel inrättats som the Code verkligen trädde ikraft.¹²⁶

The Panel är ett helt fristående inrättning, som består av representanter från olika finansiella institutioner. Den är dock inte godkänd som ett självreglerande organ under ”The Financial

¹¹⁸ Dorresteijn A, Kuiper I, Morse G, s128ff

¹¹⁹ Dotevall R, s156 och 158

¹²⁰ Herbst J, McCaw K., för vidare information

¹²¹ Sec 309 Companies Act 1985 och Dotevall R, s 385ff

¹²² Dotevall R, s 387

¹²³ Yavasi M, s163

¹²⁴ Savela A, s 168

¹²⁵ Lomnicka L, Welch J, s 41

¹²⁶ Kozyris P.J, Part two – National reports: United Kingdom – Professor Robert R. Pennington s 305

Service Act of 1986” och har således ingen som helst juridisk makt. Trots det är efterlevnaden av the Code mycket stor och reglerna betraktas i allmänhet som god affärssed. Det händer även att allmänna domstolar refererar till the Code vid bedömningen av företags agerande.¹²⁷ Som tidigare nämnts är även the Code förebild för NBK:s rekommendation ”Offentliga erbjudanden om Aktieförvärv” (1999). Vidare ingår the Code som en del av Londonsbörsens listningskrav. Vilket innebär att bolag som bryter mot The Code även bryter mot listningskraven.¹²⁸

The Code består av 10 allmänna principer och 38 detaljerade regler, som kompletteras med beskrivande och förklarande avsnitt. Det är främst den allmänna principen nummer sju och regel nummer 21 som reglerar användandet av motåtgärder. The Code riktar sig främst till alla publika bolag i Storbritannien oavsett om de är noterade eller ej, men The Code kan även komma att tillämpas på privata bolag i vissa fall. Vid tolkning av the Code har de allmänna principerna företräde framför reglerna. Det är the panel som ensamt tolkar the Code. Vidare skall tolkning ske enligt the Codes syfte och inte dess bokstav. The Panel kan även ge dispens från the Codes regler.¹²⁹

Mindre brott mot the Code resulterar i en privat varning, emedan större brott ofta leder till en offentlig reprimand. Har brytandet mot the Code inneburit skada kan förövaren uppmanas att vidta någon form av åtgärd. Har brytandet mot the Code skett avsiktligt har the Panel rätt att vidta disciplinära åtgärder mot förövaren. Det senare sker ofta tillsammans med Londonbörsen och den relevanta självreglerande organisationen (SRO). Ibland medverkar även the Department of Trade and Industry.

The Panels beslut kan överklagas till the Appeal Committee. Överklagandet måste dock ske inom 48 timmar från det att the Panels lämnat ett offentligt meddelande. Under denna tid publiceras inte uttalandet.

Förutom the Code övervakar the Panel även ett annat självreglerande regelverk, nämligen ”The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares”, (SAR), som reglerar formerna för köp av aktier upp till ett innehav på 30 % i ett och samma bolag. Vid innehav av 30 % av aktierna i ett och samma bolag inträder nämligen budplikt.¹³⁰

4.3.3 Motåtgärder innan fientligt bud erlagts

Den allmänna principen nummer 7, samt dess kompletterande regel nummer 21 i the City Code on Takeovers and Mergers, kräver endast att vidtagandet av motåtgärder måste godkännas av bolagsstämman då ett bud erlagts eller är nära förestående. Således kan the Board of Directors implementera en rad förebyggande motåtgärder innan ett seriöst bud erlagts eller är nära förestående. Motåtgärder som kräver ändring av bolagsordningen, exempelvis utökad rösträtt för aktier som innehas av ledamöter i the Board of Directors, kräver dock bolagsstämmans medverkande. Detta ”problem” kan emellertid lösas genom en fullmaktsinsamling, vilket innebär att bolagsledningen samlar in fullmakter från aktieägarna för att försäkra sig om att få tillräckligt med röster vid bolagsstämman.

Preventiva motåtgärder som används för att göra bolaget mindre attraktivt för budgivare tillåts i stor utsträckning av domstolen. Så länge det inte visar sig att somliga ledamöterna i the Board of Directors eller vissa aktieägare inte agerat i god tro, i förhållande till de intressen

¹²⁷ SOU1990:1 bilaga 5 s 58

¹²⁸ Savela A, s181

¹²⁹ Savela A, s 180

¹³⁰ SOU1990:1 bilaga 5 s 58

som bolagets aktieägare, kreditorer och anställda generellt har, vilket de inblandade ledamöterna eller aktieägarna rimligtvis måste ha begripit, anses åtgärden vara tillåten.¹³¹

Den mest använda motåtgärden i förebyggande syfte i Storbritannien är att styrelsen lämnar uppenbart fördelaktig information om bolaget, med avsikt att maximera bolagets aktiekurs.¹³² Sålunda minskar risken för ett fientligt bud. Andra exempel på förebyggande motåtgärder som det finns möjlighet för the Board of Directors att använda är fullmaktsinsamling, ömsesidigt ägande mellan två eller flera bolag, samt generösa avtal om avgångsvederlag till the Board of Directors ledamöter och andra anställda med betydande befattning. Avtal angående avgångsvederlag får dock som längst löpa under fem år,¹³³ där efter måste det komma att omförhandlas. Vanligtvis är kontraktstiden en till två år.

The Board of Directors har även möjlighet att ingå avtal med utomstående bolag för att indirekt undvika fientliga bud. Genom avtal om emissioner kan ett bolag både öka sitt kapital och skaffa sig en allierad, detta genom att rikta emissionen till ett vänskapligt bolag. Ett bolag kan även emittera aktier för att höja bolagets aktiekapital och för att öka på det totala antalet aktier i bolaget, vilket försvårar och framförallt fördyrar ett eventuellt fientligt förvärv. Emissioner får dock inte genomföras utan bolagsstämmans bemyndigande, vilket längst får löpa under fem år.¹³⁴ Enligt de regler som bolag noterade på Londonbörsen har att följa krävs dock att bemyndigandet endast sträcker sig mellan två årliga bolagsstämmor eller längst 15 månader. Vidare har institutionella investerare satt upp strikta regler som måste uppfyllas för att dessa aktieägare skall rösta för ett bemyndigande över huvudtaget. I och med detta begränsas användandet av emissioner för att undvika fientliga bud.¹³⁵

Vid implementering av motåtgärder måste emellertid viss hänsyn tas till ”*the proper corporate purpose rule*”, vars tillämpning innebär att ledamöterna i the Board of Directors endast får utöva sin ställning, och den makt ställningen medför, för att tjäna det syfte för vilket makten tilldelats dem.¹³⁶ I praxis har the proper corporate purpose rule främst tillämpats i fall då the Board of Directors försökt få tillstånd ett kontrollägarskifte genom en riktad emission. Regeln kan emellertid komma att användas vid motåtgärder vid fientliga bud. Syftet med att the Board of Directors givits makt att genomföra emissioner är att bolaget skall få in kapital, inte för att ge ledningen kompetens att avgöra vem som skall inneha kontrollen över bolaget.¹³⁷

Om en domstol har att pröva huruvida en vidtagen motåtgärd är lagenlig eller ej är domstolen vanligtvis mer benägen att acceptera och tillåta åtgärden om den antagits av en majoritet av aktieägare vid en bolagsstämma, än om den enbart antagits av the Board of Directors. Har den antagits av aktieägarna representerar den ju majoriteten av aktieägarnas intresse, emedan det finns risk för att detta intresse åsidosatts vid beslut som endast fattas av styrelsen. Domstolen kan då lättare anse att åtgärden vidtagits i felaktigt syfte eller på grund av ledamöternas egenintresse. En åtgärd som beslutats endast av the Board of Directors kan bifallas i efterhand av bolagsstämman.¹³⁸

¹³¹ Greenhalg v Arderne Cinemas Ltd [1951] Ch 286 och Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd [1974] A.C. 821

¹³² http://www.bowne.com/newsletters/pdf/digest/may99_2.pdf “Takeover defence tactics: The general legal framework on takeovers (part I) and specific defensive devices (part II)”

¹³³ Sec 319 Companies Act 1985

¹³⁴ Sec 80 Companies Act 1985

¹³⁵ Savela A, s 300f

¹³⁶ http://www.bowne.com/newsletters/pdf/digest/may99_2.pdf “Takeover defence tactics: The general legal framework on takeovers (part I) and specific defensive devices (part II)”

¹³⁷ Savela A, s 164

¹³⁸ Kozyris P.J, Part two – National reports: United Kingdom – Professor Robert R. Pennington s 309f

4.3.4 Motåtgärder efter fientligt bud erlagts

Vid ett fientligt bud skall bolagsledningen agera utifrån bolagets intresse som helhet, vilket inkluderar aktieägares, anställdas och fordringsägares intresse. Detta kommer till uttryck i the Codes allmänna princip nummer 9, där följande framgår:

“Directors of an offeror and the offeree company must always, in advising their shareholders, act only in their capacity as directors and not have regard to their personal or family shareholdings or to their personal relationships with the companies. It is the shareholders’ interests taken as a whole, together with those of employees and creditors, which should be considered when the directors are giving advice to shareholders.”¹³⁹

The board of directors får inte vidta motåtgärder mot bona fide erbjudande utan att auktorisation från aktieägarna vid en bolagsstämma erhållits. Begränsningen inträder när bud erlagts eller då the board of directors har anledning att anta att ett bud kommer att erläggas. Inte heller ledamöternas avsikt med användandet av motåtgärder, även om avsikten är att skydda aktieägarna, kan rätt färdiga att motåtgärder vidtagits utan godkännande av bolagsstämman. Alla beslut om att vidta motåtgärder efter det att ett bud erlagts eller då ett bud är nära förestående skall helt enkelt fattas av bolagsstämman för att företagna motåtgärder skall vara tillåtna. I the Codes allmänna princip nummer 7 uttrycks detta på följande sätt:

“At no time after a bona fide offer has been communicated to the board of the offeree company, or after the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, may any action be taken by the board of the offeree company in relation to the affairs of the company, without the approval of the shareholders in general meeting, which could effectively result in any bona fide offer being frustrated or in the shareholders being denied an opportunity to decide on its merits.”¹⁴⁰

Denna princip kräver dock inte att the board of directors skall vara fullständigt passiv. Ledningen får agera för att uppnå ett högre bud om alla budgivare behandlas lika. Principen tillåter dessutom att ledningen motarbetar ett bud genom att förse bolagets aktieägare med information, vädja om aktieägarnas lojalitet eller patriotism och genom att köpa aktier i målbolaget, förutsatt att inköpet inte finansieras av målbolaget, samt att genom lobbying försöka få statsstyrelsen att förbjuda ett genomförande av förvärvet.¹⁴¹

The City Code on Takeovers and Mergers allmänna principen nummer 7 kompletteras av the Codes regel nummer 21, som har följande lydelse:

“During the course of an offer, or even before the date of the offer if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, the board must not, except in pursuance of a contract entered into earlier, without the approval of the shareholders in general meeting:

¹³⁹ <http://www.thetakeoverpanel.org.uk>

¹⁴⁰ <http://www.thetakeoverpanel.org.uk>

¹⁴¹ Savela A, s 185f

- (a) issue any authorised but unissued shares;
 - (b) issue or grant options in respect of any unissued shares;
 - (c) create or issue, or permit the creation or issue of, any securities carrying rights of conversion into or subscription for shares;
 - (d) sell, dispose of or acquire, or agree to sell, dispose of or acquire, assets of a material amount; or
 - (e) enter into contracts otherwise than in the ordinary course of business.
- The notice convening such a meeting of shareholders must include information about the offer or anticipated offer.
- Where it is felt that an obligation or other special circumstance exists, although a formal contract has not been entered into, the Panel must be consulted and its consent to proceed without a shareholders' meeting obtained."¹⁴²

Alltså förhindrar även regel nummer 21 all användning av motåtgärder, som inte erhållit medgivande från bolagets aktieägare vid en bolagsstämma, så fort ett bud erlagts eller då the board of directors har anledning att anta att ett bud är nära förestående. Regeln tar endast upp exempel på motåtgärder och den begränsar inte tillämpningen av den allmänna principen nummer 7. Regeln är heller inte tillämplig på aktiviteter som bolagsledningen är skyldig att vidta till följd av tidigare ingångna avtal.¹⁴³

För att motåtgärder skall kunna tillämpas av the board of directors krävs följaktligen ett godkännande vid en bolagsstämma, oavsett syftet med motåtgärden. Sålunda blir motåtgärder som olika emissioner, (såvida inte avtal om emission ingåtts innan bud anses nära förestående), Pac-Man försvar, försäljning av bolagets huvudtillgång "kronjuvelen", standstill agreement och greenmailing endast aktuella om aktieägarna finner det lämpligt.

4.4 Motåtgärder vid fientliga uppköpserbjudanden i USA

4.4.1 Inledning

I amerikanskrätt finns det två aktiebolagsformer, *the Public Issue Corporations* och *the Close Corporations*, även kallad Private Corporations. Båda formerna bygger på the one-tier system¹⁴⁴ och det är the board of directors (the board), vilket motsvaras av styrelsen i svensk aktiebolagsrätt, som ansvarar för bolagets angelägenheter, årsredovisning och aktieutdelningens storlek. I the Public Issue Corporations leder the board bolagets verksamhet skilt ifrån aktieägarna. I the Close Corporations har däremot aktieägarna möjlighet att leda verksamheten, då det i bolagsordningen för denna bolagsform är möjligt att inskränka the boards befogenheter tillförmån för bolagsstämman¹⁴⁵. På så sätt kan bolagsstrukturen byggas upp kring ägarnas aktieinnehav istället för kring styrelsen. Antalet delägare i the Close Corporations är limiterat och bestäms av bolagslagstiftningen i varje enskild delstat.¹⁴⁶

I USA, bortsett från the Securities Act från 1933 och Securities Exchange Act från 1934, saknas i stort sett federal lagstiftning inom aktiebolagsrättens område. Således regleras aktiebolagsrätten på delstatlig nivå.¹⁴⁷ Följden av detta är att reglerna för aktiebolag i USA skiljer

¹⁴² <http://www.thetakeoverpanel.org.uk>

¹⁴³ Savela A, s 187

¹⁴⁴ Dotevall R, s 31

¹⁴⁵ Exempel: § 350 Delaware General Corporation Law

¹⁴⁶ Dotevall R, s 33f

¹⁴⁷ Dotevall R, s 141f

sig beroende på vilken delstats jurisdiktion det aktuella bolaget lyder under. Då en mycket stor del av amerikanska bolag lyder under delstaten Delawares aktiebolagsrätt har jag, som nämnts ovan, följaktligen valt att utgå ifrån denna delstats lagstiftning, vid min presentation av bolagsledningens agerade vid fientliga uppköpserbjudanden i USA.

4.4.1.1 Kort om bolagsledningens formella organisation och kompetens

I Delaware regleras aktiebolagsrätten av *Delaware General Corporation Law*, vars paragraf 141(a) ger uttryck för bolagsledningens formella organisation:

”The business and affairs of every corporation organized under this chapter shall be managed by or under the direction of a board of directors”

The board, vilket är ett kollegialt organ, utgör det enda centrala ledningsorganet i bolaget. Dess ledamöter väljs av bolagsstämman. Som huvudregel anses aktieägarnas befogenheter inte sträcka sig mycket längre än till just valet av ledamöter till the board. Såväl bolagets yttre som inre verksamhetsangelägenheter omfattas av the boards befogenheter. Den dagliga verksamheten sköts emellertid vanligtvis av ledande anställda i bolaget, som går under namnet *officers*. Dessa personer utses och övervakas av the board.¹⁴⁸

The board skall agera under iakttagande av aktieägarnas intresse och besitter således en förtroendeställning. Bolagets angelägenheter skall skötas efter bästa tänkbara omdömesförmåga. The board har följaktligen mycket långtgående befogenheter när det gäller att påverka och leda bolagets verksamhet. Så länge the board håller sig inom sitt kompetensområde, vilket till viss del bestäms av aktiebolagsrätten men främst av bolagsordningen, kan inte aktieägarna påverka the boards agerande. I the Public Issue Corporations anses det vidare att the board är det organ som bäst kan tillvarata bolagets intresse och således är det helt främmande att enskilda aktieägare skulle involvera sig i bolagets skötsel.¹⁴⁹

Bolagsledningen har skyldighet att handla i enlighet med lag och företagets bolagsordning. Vidare måste den iaktta lojalitet och aktsamhet i sitt agerande. Både lojalitets- och aktsamhetsplikten kan härledas ur förtroendemannskapet.¹⁵⁰ Lojalitetsplikten innebär att ledamöterna i the board skall handla ”in good faith”, med endast bolagets och aktieägarnas bästa för ögonen. Ingen medlem i the board får således gynna sig själva på företagets bekostnad.¹⁵¹ Aktsamhetsplikten definieras inte i Delaware General Corporation Law, men för att denna plikt skall vara uppfylld i Delaware krävs det enligt praxis att medlemmarna i the board inte varit ansenligt försumliga vid utförandet av sitt uppdrag som företagsledare.¹⁵² I större delen av övriga USA fordras dock att personen ifråga utfört uppdraget i god tro, under beaktande av bolagets intresse och med sådan omsorg som kan krävas av en genomsnittlig medlem av the board.¹⁵³

¹⁴⁸ § 142 Delaware General Corporation Law och Dotevall R, s 32f

¹⁴⁹ § 141 Delaware General Corporation Law

¹⁵⁰ Dotevall R, s 143

¹⁵¹ Savela A, s 119f

¹⁵² Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345 (Delaware Supreme Court 1993) s 364

¹⁵³ Dotevall R, s 144

4.4.2 Regleringen av bolagsledningens agerande i samband med fientliga uppköpserbudande

I USA har the board of directors stora möjligheter att vidta motåtgärder mot fientliga uppköpserbudanden. 1968 antogs den första federala lagstiftningen om företagsförvärv genom offentliga erbjudanden. Lagen bär namnet *the Williams Act*,¹⁵⁴ efter initiativtagaren senator Harrison Jr, och var ett försök att förhindra att bolag köptes upp genom så kallade "Saturday night specials", vilket innebär att ett offentligt erbjudande erläggs efter det att börsen stängt på fredag och acceptfristen för budet går ut redan i början på efterföljande vecka. Anledningen till att lagstiftningen antogs var att skydda aktieägare från att lida skada, vilket de ofta gjort vid ovan nämnda transaktion, eftersom de enskilda aktieägarna då fick mycket kort tid på sig att bestämma om de skulle anta budet eller ej. Vidare erhöll aktieägarna oftast ingen adekvat information för att kunna värdera budgivaren och budet.¹⁵⁵

The Williams Act stadgar bland annat att då en budgivare har för avsikt att förvärva mer än fem procent av aktiekapitalet i ett bolag, skall information om planerade åtgärder för mål-bolaget och information om det förvärvande bolaget redogöras för aktieägarna. Detta skall ske på ett sådant sätt att aktieägarna kan ta ställning till hur ett övertagande skulle komma att påverka deras intressen i bolaget. Acceptfristen för ett offentligt erbjudande måste dessutom löpa i minst 20 arbetsdagar. Under den tid acceptfristen löper har aktieägare dessutom rätt att ta tillbaka sin accept.¹⁵⁶

Utöver den federala lagstiftningen har varje delstat sin egen aktiebolagsrätt, vilken även reglerar fientliga företagsförvärv. De federala domstolarna kan dock genom en rättsprocess avgöra om den delstatliga lagstiftningen strider mot konstitutionen.¹⁵⁷

Då domstolen har att avgöra om ledamöterna i the board brutit mot aktsamhetsplikten i samband med ett beslutsfattande tillämpar domstolen *the Business Judgement Rule*, vilket är en presumptionsregel. Innebörden av denna regel är att the boards ledamöter undgår ansvar för åtgärder som de vidtagit i bolagets verksamhet, om de varit lojala mot bolagets intresse utifrån vad som var känt vid tidpunkten då åtgärden vidtogs.¹⁵⁸ Nästan alla beslut, inklusive beslut angående motåtgärder, som the board fattar faller under the Business Judgement Rule.¹⁵⁹ Vid tillämpningen av regeln har domstolarna att pröva the boards beslutsprocess och inte de konsekvenser beslutet har fått. På så sätt är domstolarna förhindrade att blanda sig i enskilda bolags affärer.¹⁶⁰ Vidare placerar the Business Judgement Rule bevisbördan hos den som angriper ett av the boards beslut. I USA kan emellertid domstolarna ålägga ett svarande bolag att lämna ut alla dokument som rör fallet till den kående parten. Således blir bevisbördan mindre betungande, jämfört med första anblicken.¹⁶¹

Vid fientliga bud har emellertid ledamöterna i the board starka personliga skäl att försöka förhindra att budet antas, då följden av ett bud accepteras blir att ledamöterna förlorar sin anställning i bolaget. En domstol besitter dock i allmänhet inte den kunskap som krävs för att avgöra huruvida ett bud motarbetas av the board för att ledamöterna skall få behålla sina arbeten, eller för att the board inte anser att budet är det bästa för bolaget och dess aktieägare. För att komma runt detta problem har the Supreme Court of Delaware utvecklat en speciell

¹⁵⁴ Williams Act, Pub. L. No. 90-439, 82 Stat. 454 (1968), vilket utgör ett tillägg till Securities Exchange Act of 1934, §§ 13 (d), 14 (d)-(f)

¹⁵⁵ Kozyris P.J, Part two – National reports: United States of America – Professor Arthur R. Pinto, s 350f

¹⁵⁶ Kozyris P.J, Part two – National reports: United States of America – Professor Arthur R. Pinto, s 351ff

¹⁵⁷ Edgar v. MITE Corporation, 457 US 624, 102S Ct 2629 (US Supreme Court 1982)

¹⁵⁸ Dotevall R, s 156

¹⁵⁹ Savela A, s 123

¹⁶⁰ Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345 (Delaware Supremecourt 1993) s 360

¹⁶¹ Savela A, s 123f

norm, *the Unocal duties*, som tillämpas vid bedömning av motåtgärder. Normen placerar bevisbördan för att beslutsprocessen genomförts på ett riktigt sätt hos the boards ledamöter, istället för hos den som angriper ett av the boards beslut.¹⁶² Vidare måste ledamöterna kunna visa att de haft förnuftiga grunder för att anta att budet utgjorde ett hot mot bolagets policy och effektivitet. Motåtgärderna måste dessutom vara proportionerliga i relation till det hot som budet utgör.¹⁶³ Först efter att dessa kriterier uppfyllts kan the Business Judgement Rule appliceras. The Unocal duties används endast på motåtgärder som the board antagit utan aktieägarnas samtycke, vare sig motåtgärderna är antagna före eller efter det att ett fientligt bud erlagts.¹⁶⁴

Om the Business Judgement Rule är tillämplig skyddar regeln medlemmarna i the boards från personligt ansvar om följande punkter är uppfyllda:

- ☞ Beslutet innefattar inte någon form av intressekonflikt eller ett självgynnande.
- ☞ The board tog faktiskt tag i uppgiften och beslutade i fråga, istället för att negligera den.
- ☞ Medlemmarna i the board informerade sig på ett riktigt sätt innan beslutet fattades.
- ☞ The boards agerandet var inte helt oberättigat eller irrationellt.

Om åtgärden vidtogs på grund av bristande aktsamhet blir regeln dock inte tillämplig. Misstag anses inte ursäktliga då rimlig aktsamhet inte begagnats för att undvika misstaget. Regeln är inte heller tillämplig om ledamöterna inte agerar alls, såvida ett beslut om att inte agera har fattats. För att regeln skall bli tillämplig krävs även att de enskilda ledamöterna i the board agerat i god tro om att beslutet som fattats är det bästa för bolaget och dess angelägenheter. Vidare skall ledamöterna ha utövat vederbörlig aktsamhet genom att informera sig om relevant lagstiftning och fakta innan beslut fattas. Slutligen får ledamöterna inte ha några personliga intressen i transaktionen.¹⁶⁵

Vid brott mot lojalitetsplikten tillämpas inte the Business Judgement Rule, utan då har den enskilde ledamöten visa att bolaget inte tillfogats någon skada.¹⁶⁶

Slutligen har ledamöterna av the board en plikt att maximera priset per aktie vid en försäljning av kontrollen över bolaget. Denna plikt går under namnet *the Revlon duty* och tillämpas endast då ett kontrollägarskifte är oundvikligt. I dessa situationer kan ett fientligt bud inte längre utgöra ett hot mot företagets policy eller effektivitet och således kan the Unocal duties inte längre tillämpas. Vid en händelse som faller under the Revlon duties får motåtgärder endast användas av the boards ledamöter för att försöka få till stånd ett högre bud.¹⁶⁷

¹⁶² Moran v. Household International, Inc., 500 A.2d 1346 (Delaware Supreme Court 1985), s1356

¹⁶³ Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 949 (Delaware Supreme Court 1985), s 1356

¹⁶⁴ Savela A, s 130

¹⁶⁵ Dotevall R, s 149-156

¹⁶⁶ Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345 (Delaware Supreme Court 1993) s 361 och 369

¹⁶⁷ Revlon, Inc v. MacAndrews and Forbes Holdings 506 A.2d 173 (Delaware Supreme Court 1986)

4.4.3 Motåtgärder vid fientliga uppköpserbjudanden

The board har skyldighet att endast genomföra en affärssuppgörelse om den utgör den bästa tillgängliga affären för bolaget, samt att uppgörelsen är rättvis mot aktieägarna. The boards ledamöter har nämligen bevisbördan för att så är fallet och måste således kunna visa att åtgärden vidtogs med endast bolagets och dess aktieägares bästa för ögonen. Om the board väljer att avvisa ett erlagt bud måste detta ske på rent affärsmässiga grunder för att ledamöterna inte skall riskera att bli personligt skadeståndsskyldiga. Även då ett erbjudande accepteras måste the board kunna visa att priset var oklanderligt och det bästa som kunde komma att uppnås, för att ledamöterna skall kunna undgå ansvar.¹⁶⁸

4.4.3.1 Motåtgärder innan fientligt bud erlagts

The board bör planera för motåtgärder även då inget konkret hot om fientliga bud föreligger. Detta eftersom motåtgärder som antagits innan något fientligt bud erlagts minskar risken för att the board skall vidta inkorrekta åtgärder under de tryck som ett fientligt bud innefattar. När ett fientligt bud väl erlagts har ledningen att besluta om motåtgärden skall tas bort eller inte.¹⁶⁹

Den mest utbredda formen av motåtgärder innan fientligt bud erlagts är så kallade *shark repellents*, där bolagsordningen används som instrument för att förhindra att fientliga bud erläggs. Exempel på motåtgärder som kan inkorporeras i bolagsordningen är restriktioner vid val av styrelseledamöter, inskränkt äganderätt, inskränkt rösträtt och olika former av tvångsinlösen eller hembud, samt kvalificerad majoritet vid vissa beslut på bolagsstämman. Vidare är motåtgärder i avtal vanliga, exempelvis anställningsavtal med generösa avgångsvederlag, avtal om försäljning av målbolagets tillgångar då vissa förutbestämda förutsättningar är uppfyllda och avtal om emission under vissa premisser. Likaledes är motåtgärder i emissionsvillkor vanligt förekommande. Vid dessa transaktioner medverkar allt som oftast en så kallad *white knight*. Tidvis har även strukturella motåtgärder tillämpats.¹⁷⁰

En kontroversiell motåtgärd som kan begagnas är så kallade *poison pills*, giftpiller, vilka har till uppgift att fördyra ett eventuellt företagsförvärv. Denna slags motåtgärder har den effekten att då en viss förutbestämd faktum inträffar, exempelvis att ett fientligt bud erläggs, så träder en klausul ikraft. Klausulen kan till exempel ge aktieägare eller skuldebrevsinnehavare rätt till att teckna aktier till en förmånlig kurs i det förvärvande företaget eller ändra emissionsvillkoren för skuldebrevsinnehavare. Giftpiller kan inkorporeras antingen i bolagsordning, avtal eller emissionsvillkor. Giftpiller kan fastställas av the board utan godkännande av bolagsstämman. I och med detta har the board även befogenhet att ta bort giftpiller som det tidigare antagit. Även om det inte krävs hör det inte till ovanligheterna att the board lägger fram förslag om antagande av giftpiller inför bolagsstämman, som då ges möjlighet att framföra sin åsikt. Även *poison puts*, giftoptioner, kan användas som motåtgärder.¹⁷¹

Möjligheten för the board att ta bort tidigare antagna giftpiller begränsas dock om pillret utgör ett så kallat *dead hand poison pill*. Denna sorts giftpiller kan endast avlägsnas om de sittande ledamöterna i the board får fortsatt förtroende, vilket innebära att endast de ledamöter som utsetts innan antagandet av *dead hand poison pills* eller deras efterträdare som godkänts av de övriga ledamöterna i the board kan avlägsna pillret. Ledamöter i the board som utsetts av

¹⁶⁸ Weston J. F, Kwang S. C, Juan A. S, s 413

¹⁶⁹ Savela A, s 132f

¹⁷⁰ SOU1990:1 bilaga 5 s 55ff

¹⁷¹ Weston J. F, Kwang S. C, Juan A. S, s 424ff. Se även avsnitt 3.2.2.3 ovan Flip-over pills, Flip-in pills och poison puts

budgivaren genom en fullmaktsinsamling har således ingen behörighet att avskaffa dessa giftpill. Syftet med dead hand poison pill är sålunda att ta bort möjligheten för fientliga budgivare att genom en fullmaktsinsamling ersätta den sittande ledningen för att genom nya ledamöter ”desarmera” olika former av motåtgärder. Det finns två sorters dead hand poison pills; sådana som kan vara aktiverade i flera år och sådana som efter en viss tid, vanligen 120 eller 180 dagar, kan avlägsnas även av en ny bolagsledning.¹⁷² Om användningen av dead hand poison pills är lagenlig eller ej råder emellertid viss osäkerhet kring.¹⁷³

4.4.3.2 Motåtgärder efter fientligt bud erlagts

I de fall som ett erlagt bud utgör ett hot mot ett bolags intresse, vilket medför att bolagets aktieägare riskerar att skadas, måste ledamöterna i the board aktivt agera för att skydda bolaget och dess ägare. I annat fall riskerar de att bryta mot aktsamhetsplikten, vilket kan leda till personligt skadeståndsansvar för ledamöterna. Således är the board berättigat till användande motåtgärder då ett bud till underpris erläggs. Vidare får motåtgärder vidtas mot ett bud om ledningen tror att aktieägarna kommer att acceptera budet på grund av okunnighet eller villfarelse.¹⁷⁴

Ett annat typiskt exempel på när hot från ett fientligt bud rättfärdigar the boards vidtagande av motåtgärder är så kallade ”two-tier front loaded offers”. Dessa erbjudanden består av två olika bud som ges vid olika tidpunkter. På grund av rädsla för att det andra budet kan komma att innehålla sämre villkor än det första, väljer aktieägarna följaktligen att anta det första budet. Detta kan leda till att företaget säljs till ett pris som understiger bolagets reella värde, eftersom aktieägarna känner sig tvingade att anta första budet.¹⁷⁵

Andra faktorer som rättfärdigar användandet av motåtgärder är:

- ✓ Budets utformning och tiden för dess erläggande.
- ✓ Om det finns risk för att budet inte kommer att fullföljas.
- ✓ Om kvalitén på aktier, vilka erbjuds som betalning, inte är tillfredsställande.
- ✓ Om antagandet av budet kan komma att få negativa konsekvenser för andra grupper än aktieägare så som kreditgivare, kunder, anställda och kanske till och med samhället i övrigt.
- ✓ Om budet kan leda till problem med lagstiftning.

Även budgivarens rykte är relevant vid bedömningen av motåtgärder, särskilt om budgivaren har rykte om sig att vara en ”greenmailer”.¹⁷⁶

Exempel på motåtgärder som kan bli aktuella, förutom de motåtgärder som antagits innan fientligt bud erlagts är fullmaktsinsamling, emissioner, Pac-Man försvar, försäljning av bolagets huvudtillgång ”kronjuvelen”, standstill agreement och greenmailing. I USA är även förvärv av egna aktier tillåtet i vid utsträckning, vilket gör det till en användbar motåtgärd.¹⁷⁷

¹⁷² Savela A, s 134

¹⁷³ http://www.bowne.com/newsletters/pdf/digest/may99_2.pdf “A mentor’s teachings: Lessons and implications of the Delaware Dead Hand decisions”.

¹⁷⁴ Unitrin, Inc. V. American General Corp., 651 A.2d 1361(Delaware Supreme Court 1995) s 1384

¹⁷⁵ Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 949 (Delaware Supreme Court 1985), s 958

¹⁷⁶ Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 949 (Delaware Supreme Court 1985), s 955f

¹⁷⁷ Exempelvis § 160 Delaware General Corporation Law

Anledningen till att the board och dess ledamöter givits vidsträckta befogenheter att företa motåtgärder vid fientliga bud har sin grund i synen på förhållandet mellan the boards ledamöter och bolagets aktieägare. Aktieägarna väljer ledamöterna i the board och har följaktligen även makten att avsätta dem om de inte fullgör sitt uppdrag på ett för aktieägarna tillfredställande sätt. Således anses det inte finnas någon anledning till att begränsa ledamöternas handlingsfrihet i någon vidare utsträckning.¹⁷⁸

4.5 Reflektioner

Det finns följaktligen stora skillnader, men även vissa likheter mellan regleringen av bolagsledningens möjligheter att vidta motåtgärder vid fientliga uppköpserbjudanden i Sverige, Storbritannien och USA. I Sverige och Storbritannien är bestämmelserna inte lagfästa, vilket de är i USA, utan fastställda i regelverk som utgivits av självreglerande organ. NBK/OE av Näringslivets Börskommitté och the City Code on Takeovers and Mergers av the Panel on Takeovers and Mergers. Dessa organ har således ingen juridisk makt, men efterlevnaden av regelverken är ändå mycket stor och reglerna betraktas i allmänhet som god affärsed i respektive land. Dessa normer är emellertid endast tillämpliga då bud erlagts eller är nära förestående.

Innan fientligt bud är nära förestående regleras styrelsens agerande i Sverige endast av de få aktiebolagsrättsliga regler, som likabehandlingsprincipen och regler om bolagsorganens kompetens. I övrigt står det bolagsledningen mer eller mindre fritt att vidta de preventiva åtgärder den önskar. För att vissa preventiva motåtgärderna skall kunna användas krävs dock bolagsstämmans medverkande.

I Storbritannien bestäms bolagsledningens agerande innan fientliga uppköpserbjudanden av grundregler som fastslagits i praxis, fiduciary duties och the duty of care. Vidare måste ledningen ta hänsyn till "the proper corporate purpose rule". Trots dessa begränsningar har bolagsledningen relativt stor handlingsfrihet vid antagande av motåtgärder, även om understöd av bolagsstämman vid antagande av vissa motåtgärder krävs.

Efter det att ett bona fide erbjudande framförts får varken målbolagets ledning enligt svenska eller engelska regler vidta motåtgärder mot erbjudandet utan att auktorisation från aktieägarna vid en bolagsstämma erhållits. I båda länderna är det emellertid möjligt för ledningen i bolag att lämna ut positiv information om målbolaget till marknaden och vädja om aktieägarnas lojalitet eller patriotism. I Storbritannien är det även möjligt för ledningen att köpa aktier i målbolaget, förutsatt att inköpet inte finansieras av målbolaget, samt att försöka få statsstyrelsen att förbjuda ett genomförande av förvärvet genom lobbying. Att regleringen i dessa båda länderna nästan är identiska beror på att Sverige i stor utsträckning hämtat sina bestämmelser om fientliga uppköpserbjudanden från just Storbritannien.

I USA är lagreglerna om motåtgärder tillämpliga såväl innan som efter ett uppköpserbjudande erlagts. Ledamöterna i bolagsledningen har både en lojalitetsplikt och en aktsamhetsplikt, precis som i Storbritannien. Skillnaden är emellertid den att bolagsledningen i USA har en skyldighet att aktivt agera om ett erlagt bud utgör ett hot mot ett bolags intresse, vilket medför att bolagets aktieägare riskerar att skadas. I annat fall riskerar ledamöterna att bryta mot aktsamhetsplikten. Om aktsamhetsplikten brutits eller ej bedöms utifrån the Business Judgement Rule, vars tillämplighet vid användande av motåtgärder förutsätter att the Unocal duties uppfyllts. Motåtgärderna måste dessutom vara proportionerliga i relation till det hot som budet utgör. Oberoende av om ledningen vidtar motåtgärder eller inte mot ett fientligt

¹⁷⁸ Savela A, s133

erbjudande måste bolagsledningen kunna visa att agerandet var det bästa för bolaget och dess aktieägare utifrån den information som var känd och tillgänglig då handlingen vidtogs. Dessutom har bolagsledningen en skyldighet enligt the Revlon duty att maximera priset per aktie vid en försäljning av kontrollen över bolaget. Motsvarighet till dessa regler saknas i de svenska och engelska rättsordningarna.

I alla de tre länderna skall bolagets ägare behandlas opartiskt och ledamöterna i ledningen skall utföra sitt uppdrag med endast bolagets och aktieägarnas bästa för ögonen och absolut inte försöka främja sitt egenintresse. I Storbritannien måste ledningen även beakta anställdas och kreditorers intressen, samt inte endast tillvarata nuvarande aktieägares intressen, utan även kommande aktieägares intressen.

Den tydligaste skillnaden mellan de granskade länderna är emellertid att i USA ses bolagsledningens vidtagande av motåtgärder utan aktieägarnas godkännande som en självklarhet, då det anses att ledningen det organ som bäst kan tillvarata bolagets och aktieägarnas intresse. I Storbritannien och Sverige är det däremot självklart att beslut om användandet av motåtgärder fattas på en bolagsstämma av bolagets ägare, i alla fall om bud är nära förestående eller erlagt. Men även vid antagandet av preventiva motåtgärder har aktieägarna i vissa fall beslutanderätt. Sammanfattningsvis kan det sägas att regleringssätten är högst varierande på de båda sidorna av Atlanten, liksom synen på vem som är bäst lämpad att bestämma över bolaget, ägarna eller den anställda ledningen.

5 Motåtgärder i Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/.../EG av den på bolagsrättens område om uppköps-erbjudande

EG:s förslag till ”Takeover”- direktiv lades första gången fram för Ministerrådet i januari 1989. Året efter presenterades det åter igen av Martin Bangemann, men då i reviderad upplaga. I stora drag innehåller direktivet krav på offentliga erbjudandens innehåll, obligatoriska åtgärder och bestämmelser angående både budplikt och målbolags agerande vid offentliga erbjudande.¹⁷⁹ Särskilt reglerna om budplikt och målbolags agerande vid offentliga erbjudande är två mycket viktiga bestämmelser till skydd för minoritetsaktieägare i bolag. De återfinns i artiklarna fem och nio.

I förslaget till EG:s ”Takeover”- direktiv redovisas inte mindre än 21 skäl till varför direktivet behövs. Sammanfattningsvis handlar det huvudsakligen om att minoritetsaktieägare i bolag skall skyddas genom likvärdiga åtgärder inom hela gemenskapen. Aktieägarminoritetens intressen i bolaget är särskilt skyddsvärda då ett kontrollägarskifte sker i bolaget. Det framlyfts att endast åtgärder på gemenskapsnivå kan säkerställa en tillräcklig skyddsnivå för dessa aktieägare.

Syftet med direktivet var även att underlätta en omstrukturering av Europas näringsliv, genom att förenkla övertagande av företag. Tyvärr röstades förslaget till EG:s ”Takeover”- direktiv ner av parlamentet den 4 juli i år (2001), troligen på grund av den tyska industrins intensiva lobbyverksamhet i parlamentet. Med Volkswagen i spetsen genomförde tyska företag en intensiv lobbyingskampanj för att stoppa direktivet.¹⁸⁰ Trots att Tyskland var det enda EU-land som motsatte sig antagandet av direktivet och ministerrådet således röstade för direktivförslaget.¹⁸¹ Det hela skedde med minsta möjliga marginal: 273 röster för direktivet och exakt lika många emot, 22 röster lades ner.¹⁸² Enligt parlamentets röstningsregler förkastas nämligen förslag då en omröstning blir oavgjort.¹⁸³

Den tyska industrin anser att det krävs ett större utrymme för styrelsen i ett målbolag att på egen hand vidta motåtgärder, än vad det föreslagna direktivet innehöll.¹⁸⁴ Lobbyisterna hävdar att bestämmelserna i direktivet skulle göra det allt för lätt för utländska investerare att förvärva kontrollen över tyska bolag, då direktivet bl.a. inte tillät ”giftpiller” vilket är tillåtet enligt USA:s lagstiftning. Det påstods således att ett antagande av direktivförslaget skulle komma att missgynna europeiska företag i förhållande till amerikanska bolag.¹⁸⁵ Vidare övertygade lobbyisterna socialisterna i parlamentet att ett antagande av direktivet skulle leda till försämringar för arbetstagare inom EU, vilket innebar att en stor del av socialistblocket i parlamentet kom att rösta nej till förslaget.¹⁸⁶

Att det föreslagna direktivet röstades ner medför att kommissionen på nytt måste ta fram ett direktivförslag och presentera det för ministerrådet och parlamentet, för att ett gemensamt direktiv över huvudtaget skall kunna antas. Frågan är om så kommer att ske inom den närmaste tiden. Som det ser ut idag verkar det emellertid som om kommissionen kommer att lägga fram ett nytt direktivförslag redan någon gång under våren 2002, eftersom både

¹⁷⁹ Olrog C, Rickhamre K G, s 50

¹⁸⁰ wysiwyg://storruta.253/http:www...sp?SearchID=/2001/07/04/27271.htm

¹⁸¹ http://www.di.se/Script/Main/Rea...sp?SearchID=/2001/05/26/24965.htm

¹⁸² http://www.freshfields.com/practice/corporate/publications/newsletters/new-issues/1499.pdf

¹⁸³ wysiwyg://storruta.253/http:www...sp?SearchID=/2001/07/04/27271.htm

¹⁸⁴ Rolf Skog

¹⁸⁵ Hargreaves Deborah

¹⁸⁶ Rolf Skog

parlamentet och kommissionen, direkt efter nedröstningen av förslaget, började propagera för antagande av ett nytt gemensamt ”Takeover”-direktiv. Redan i början av september i år (2001) tog dessutom EU-kommissionen första steget för att återigen försöka skapa gemensamma EU-regler för företagsköp. Då tillsattes närmare bestämt en expertgrupp som har till uppgift att förbereda kommissionens nya direktivförslag. Gruppen består av sju experter på företagsjuridik med olika bakgrund, från Danmark, Frankrike, Italien, Nederländerna, Spanien, Storbritannien och Tyskland.¹⁸⁷ Märk väl att Sverige inte är representerat.

Det är troligt att det kommande förslaget i hög grad kommer att likna det gamla. Regeln angående bolagsledningens möjligheter att vidta motåtgärder, särskilt innan offentligt bud erlagts, i det kommande förslaget måste emellertid göras lite mer flexibel för att direktivet skall komma att antas. En sådan flexibilitet kommer att underlätta för bolagsledningen i svenska bolag att på egenhand vidta motåtgärder, såvida direktivet inte görs till ett ramdirektiv, som tillåter strängare lagstiftning än direktivet i sig föreskriver.

Det är verkligen önskvärt att ett direktiv på området antas. På detta sätt kan rättsområdet få en enhetlig tillämpning inom den Europeiska Unionen. Därmed minimeras risken att vissa medlemsländer attraherar bolag med fördelaktiga lagregler angående bolagsledningens möjlighet att agera mot oönskade offentliga erbjudanden.

5.1 Regeln om motåtgärder

Bestämmelsen om motåtgärder i förslaget till EG:s ”Takeover”-direktiv reglerar endast motåtgärder som vidtas efter det att offentligt bud erlagts. Artikel 9 i direktivet kräver att beslut om att lämna ett erbjudande offentliggörs utan dröjsmål och att tillsynsmyndigheten underrättas om erbjudandet. Efter denna tidpunkt och fram tills dess att resultatet av erbjudandet offentliggörs eller erbjudandet upphör, får styrelsen i målbolaget inte utföra någon annan åtgärd som kan leda till att erbjudandet hindras, än att söka efter alternativa erbjudanden. Styrelsen skall särskilt avstå från aktieemission som kan leda till att anbudsgivaren varaktigt stoppas från att få kontroll över målbolaget. Styrelsen får dock agera mot erbjudandet då bolagsstämman på förhand har lämnat sitt samtycke till åtgärder, *inom* tidsfristen för antagandet av erbjudandet.¹⁸⁸

Om bolagsstämman på förhand, dock tidigast 18 månader innan erbjudandets acceptfrist började löpa, lämnat bemyndigande till styrelsen att öka aktiekapitalet inom acceptfristen för erbjudandet, får emellertid styrelsen genomföra denna åtgärd. Den företrädesrätt för alla aktieägare som föreskrivs i artikel 29.1 i andra bolagsdirektivet måste dock respekteras.¹⁸⁹ Att styrelsen på detta sätt kan använda sig av tidigare bemyndiganden innebär ändå att styrelsen kan genomföra en relativt kraftig motåtgärd efter det att ett offentligt bud erlagts, utan aktieägarnas auktorisation.¹⁹⁰ Villkor för eventuellt kommande bud kan ju ej förutses och aktieägarna kanske inte alls vill att styrelsen använder sig av någon form av motåtgärder mot ett specifikt bud. Oaktat detta kan styrelsen ändå använda sig av bemyndigandet.

Styrelsen i målbolaget skall alltid redogöra för sin uppfattning om erbjudandet och grunden till denna uppfattning genom att upprätta en handling och offentliggöra denna. Handlingen

¹⁸⁷ [wysiwyg://storruta.253/http:www...sp?SearchID=/2001/09/04/30791.htm](http://www.wysiwyg://storruta.253/http:www...sp?SearchID=/2001/09/04/30791.htm)

¹⁸⁸ EG:s ”Takeover”- direktiv Art 9:1.a

¹⁸⁹ EG:s ”Takeover”- direktiv Art 9:2

¹⁹⁰ <http://www.freshfields.com/practice/corporate/publications/pdfs/712.pdf>

skall dessutom innefatta styrelsens syn på den inverkan som genomförandet av förvärvet kan komma att ha på bolagets samtliga intressen, även sysselsättningen.¹⁹¹

Regeln påminner i stor utsträckning om punkterna II.12 och 13 i NBK/OE. De största skillnaderna är att styrelsen enligt direktivet får använda sig av lämnat bemyndigande från bolagsstämman till att öka aktiekapitalet inom acceptfristen för erbjudandet, om bemyndigandet gavs tidigast 18 månader innan erbjudandets acceptfrist började löpa. Vidare ingår inte det undantag, som regleras i NBK/OE punkt 13 med i direktivet, vilket tillåter styrelsen att företa motåtgärder utan bolagsstämmobeslut, som med hänsyn till bolaget och dess ägare måste vidtas skyndsamt. Detta undantag har emellertid ingen större betydelse i praktiken, då det aldrig tillämpats.

Det är viktigt att ha i minnet att regeln angående motåtgärder i det kommande förslaget till ”Takeover”-direktiv inte kommer att vara lika sträng” som regeln i ”Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/.../EG av den på bolagsrättens område om uppköpserbjudande”. Istället är det sannolikt att bolagsledningens möjligheter att vidta motåtgärder utan aktieägarnas godkännande kommer att utökas. Anledningen härtill är att göra det möjligt för alla medlemsländer att acceptera och anta det kommande ”Takeover”-direktiv regler.

5.2 Hur skulle förslaget till EG:s ”Takeover”-direktiv ha påverkat svenska företags möjligheter till motåtgärder?

Som nämnts tidigare skulle EG:s ”Takeover”- direktiv endast reglera möjligheten till motåtgärder efter det att fientligt bud erlagts och påverkade således inte de preventiva motåtgärder som ett bolags ledning kan företa.

Direktivet skulle ha kommit att ge ledningen i svenska företag större möjligheter till mottåtgärder, då det hade blivit möjligt för styrelsen att utnyttja ett tidigare bemyndigande från bolagsstämman till att öka aktiekapitalet inom acceptfristen för erbjudandet, om bemyndigandet getts tidigast 18 månader innan erbjudandets acceptfrist börjat löpa. Visserligen skulle möjligheten för styrelsen, att utan bolagsstämmobeslut företa motåtgärder som måste vidtas skyndsamt, med hänsyn till bolaget och dess ägare att försvinna, men som tidigare nämnts har emellertid undantaget aldrig tillämpats och på så sätt skulle det troligen inte medföra någon nämnvärd förändring om möjligheten hade tagits bort.

Att möjligheten till motåtgärder skulle ha kommit att öka på ovan nämnda sätt kanske inte var önskvärt från svensk sida. Alla direktiv måste dock antas av alla medlemsländer för att få effekt, vilket innebär att vissa kompromisser måste göras. Sverige kunde dock ha valt att införa hårdare krav om så önskades i och med att EG-direktivet endast angav minimikrav.

Sverige skulle troligen inte kunna ha kvar sitt helt självreglerande system med NBK/OE då denna rekommendation inte försetts med någon form av sanktionssystem. Vidare är NBK/OE endast en rekommendation och ingen kan tvingas att följa den. Att företag som ingått noteringsavtal väljer att följa NBK/OE, beror ju huvudsakligen på att den är en del av själva noteringsavtalet och dessa företag begär följaktligen avtalsbrott om de inte följer NBK/OE.

Följaktligen skulle Sverige ha kommit att implementera EG-direktivet genom att stifta lagregler och föreskrifter. Dessa regler skulle dock endast ha behövt uppfylla direktivets minimikrav och således kunde NBK/OE ha utgjort ett komplement till lagen. På så sätt skulle Sverige även i fortsättningen, åtminstone delvis, ha kunnat dra nytta av de fördelar som

¹⁹¹ EG:s ”Takeover”- direktiv Art 9:1.b

självreglering medför, vilka bland annat är att det är snabbt och relativt enkelt att ändra reglerna. Samtidigt blir tolkning av bestämmelserna vid självreglering ofta bättre i och med att ett självreglerandeorgan känner till reglerna och dessutom är väl insatt i aktiemarknaden. Vidare skulle Sverige varit tvunget att tolka de svenska reglerna på ett direktivkonformt sätt, vilket är problematiskt då ingen riktigt vet vad det innebär. För att vara säker på hur reglerna skall tolkas måste frågan lämnas över till EG-domstolen, för att kunna erhålla tolkningsbesked. Detta är en mycket tidskrävande process och tid är något av en bristvara i takeover-sammanhang. Dessutom skulle ett antagande av direktiv innebära att EG-domstolen blir den högsta domstolsinstansen som har jurisdiktion att pröva takeovers, vilket skulle medföra ytterliggare tidsåtgång, särskilt med tanke på domstolens nuvarande arbetsbelastning.

Största skillnaden för svenska företag skulle således blivit att offentliga erbjudanden hädanefter skulle komma att regleras i lag och föreskrifter, medan NBK/OE troligen hade funnits kvar som ett komplement till regleringen, precis som NBK:s rekommendation ”Offentliggörande vid förvärv och överlåtelse aktier m.m.” gör till fjärde kapitlet i LHF.

5.2.1 Vad har Sverige och EU "förlorat" på att direktivförslaget inte antogs?

Att det föreslagna direktivet inte antogs medför ingen större förlust för Sverige, (förutom kanske rent prestigemässigt). Sverige har en väl fungerande takeoverreglering och behöver inte något direktiv för att fortlöpande justera och förbättra den i takt med marknadens utveckling och ändrade behov. Vidare slipper Sverige tolka de svenska reglerna på ett direktivkonformt sätt och således den inblandning av EG-domstolen med dess tidsförlust som ett direktiv skulle medföra. Dessutom kan Sverige ha kvar sitt självreglerande system och således dra nytta av den effektivitet, flexibilitet och framförallt snabba tillämpning som självreglering medför.

I vissa länder inom EU är emellertid regleringen på takeoverområdet bristfällig och i Holland och Grekland saknas dessutom reglering på området helt, vilket är anmärkningsvärt.¹⁹² Antagande av direktivet hade sålunda medfört en klar förbättring för aktieägare i dessa länder.

För att undgå risken med att vissa medlemsländer försöker attrahera bolag med gynnsamma lagregler rörande bolagsledningens, och då framförallt styrelsens, möjlighet att på egen hand agera mot oönskade offentliga erbjudanden, är det således eftersträvansvärt att ett direktiv på området antas. Att Sverige har en välfungerande reglering hjälper inte mycket om bolag väljer att flytta sitt säte till något land med mer gynnsam takeoverreglering för bolagsledningen. En enhetlig reglering angående bolagsledningens agerande vid fientliga företagsförvärv inom den Europeiska Unionen är dessutom viktig, då den skulle komma att ge bolags aktieägare det skydd de behöver för att makten över bolaget inte ytterliggare skall förskjutas från dem till ledningen i bolaget. Det är således positivt att Kommissionen ännu en gång kommer att försöka få igenom ett ”Takeover”-direktiv, troligen inom det närmaste året.

¹⁹² <http://www.di.se/Scripts/Main/Rea...sp?SearchID=/2001/05/26/24965.htm>

6 Skall ledningen i målbolag ha rätt att vidta motåtgärder vid fientliga uppköpserbjudanden?

Synen på om ledningen i målbolag skall ha rätt att vidta motåtgärder vid fientliga uppköpserbjudanden skiftar med uppfattningen om vilka som är mest lämpade att avgöra vad som är bäst för bolaget, d.v.s. vad som är bästa för aktieägarna; ägarna eller de anställda i ledningen. Men givetvis beror olikheterna i rättsordningarna även på kulturskillnader och historisk kontext, samt på kunskapen och intresset hos ländernas aktieägare i allmänhet.

I Sverige och Storbritannien betraktas bolagets ägare som mest lämpad att avgöra vad som är bäst för bolaget. På så sätt har ägarna givits behörighet att avgöra om motåtgärder skall vidtas eller ej, åtminstone då bud är nära förestående eller erlagt. I USA anses emellertid ledningen bäst kunna tillvarata bolagets och aktieägarnas intresse. Den kompetens the board of directors innehar är således vidsträckt och ledningen har följaktligen stora möjligheter att vidta motåtgärder både före och efter bud erlagts, utan någon som helst inblandning av bolagets ägare.

Det som talar för att bolagsledningen är mest lämpad att avgöra vad som är bäst för bolaget är bland annat att ledningen förfogar över information och kunskap om bolaget som dess aktieägare inte har tillgång till. Vidare har ledningen ofta insikt i de förhållanden som ligger till grund för det fientliga uppköpserbjudandet. Aktieägarna har därtill delegerat och följaktligen överlåtit stora delar av sin beslutande rätt till bolagsledningen. En viss delegering är nödvändig för att bolaget praktiskt sett skall kunna drivas, men överflyttning av befogenhet har även genomförts eftersom många ägare varken har det intresse eller besitter den kunskap som krävs för att kunna driva ett bolag. Frågan är då om dessa ägare kan avgöra vad som är bäst för bolaget i en enskild situation.

Ett bolag är i sig inget kortsiktigt projekt, utan snarare en långsiktig satsning. Aktieägandet i publika bolag, särskilt i de bolag som bedriver mycket omfattande verksamhet, är emellertid så utspritt att aktieägarna inte längre har någon större praktisk möjlighet att utföra den övervakande funktion över bolaget som ägandeskapet enligt lag tilldelar dem. Konsekvensen är den att aktier numera ses som en kortsiktig kapitalplacering och inte som den långsiktiga investering som den egentligen är. Bolagsledningen är anställd för att driva bolaget under en längre period och eftersom enskilda aktieägare ofta endast har ett kortsiktigt intresse i bolaget, måste ledningen även ta hänsyn till tillkommande aktieägare. I Storbritannien har det till och med slagits fast att de plikter som åvilar the Board of Directors är knutna till såväl nuvarande som framtida aktieägare. Det är dock inte troligt att nuvarande aktieägare vill tillvarata kommande ägares intressen och således är kanske bolagsledningen mest lämpad att avgöra vad som är bäst för bolaget.

Om nu ledamöterna i bolagsledningen är mest lämpade att avgöra vad som är bäst för bolaget är det naturligt att de skall inneha rätten att vidta motåtgärder utan inblandning av bolagets ägare. Ledamöterna har anställts av aktieägarna för att bolaget skall bli skött på bästa sätt och således har ägarna gett sitt förtroende till ledningen. Det finns således ingen anledning för ägarna att inskränka ledningens kompetens. Även om större delen av ägarnas makt lämnats över till bolagsledningen har de fortfarande kvar sin rösträtt. Skulle ledningen inte klara av sina åtaganden kan ägarna således entlediga de ledamöter som inte håller måttet. Vidare kan dessutom aktieägare sälja sina andelar på börsen, vilket gör att de inte längre är delägare i bolaget, och sålunda inte heller har några intressen i det. Om ledningen däremot har vidtagit motåtgärder mot ett erlagt fientligt bud kanske inte en försäljning av aktierna på den öppna marknaden är särskilt fördelaktig jämfört med det erlagda budet, vilket dock den enskilde aktieägaren själva inte kan välja att anta.

Även om en aktie inte ger rätt till någon enskild egendom i bolaget så representerar den andra rättigheter, så som medlemskap och rösträtt i bolaget.¹⁹³ Företaget ägs sålunda kollektivt, även om flertalet ägare endast har kortskiktiga intressen i bolaget. Aktieägarnas rätt att besluta ger även en möjlighet att delegera beslutanderätt, vilket i vissa fall också är nödvändigt, eftersom många ägare har varken viljan eller kunskapen att driva ett bolag. Emellertid borde kanske vissa beslut inte kunna delegeras, åtminstone inte då det finns en uppenbar risk att aktieägarnas intresse inte alltid sammanfaller med ledningens intresse. Visserligen är det ägarnas intresse som skall tillgodoses även av bolagsledningen, men det uppstår likväl situationer då detta inte görs. Vid ett fientligt bud är det inte alls orimligt att bolagsledningen i första hand ser till sitt egenintresse, då ett ägarkontrollskifte skulle innebära att ledamöterna förlorade sin sysselsättning, samtidigt som ledningen vidhåller att agerandet sker med bolagets och dess ägares bästa för ögonen.

Det som således främst talar för att aktieägarna är mest lämpade att avgöra vad som är bäst för bolaget är, att bolagets intresse i stort sett skall sammanfalla med aktieägarnas intresse. Dessutom anses aktieägarskapet innefatta två formella rättigheter: kontrollen över bolaget och del i företagets vinst.¹⁹⁴ Vidare är det rimligt att ägarna som står för risken i bolaget, är de som även skall ha rätt till kontrollen över bolaget, trots att viss beslutsrätt har överlåtits från aktieägarna till bolagsledningen. Detta är särskilt viktigt i situationer då bolagets intresse troligen inte sammanfaller med bolagsledningens intresse.

Jag anser att preventiva åtgärder skall tillåtas i viss utsträckning. Särskilt de motåtgärder som finns intagna i bolagsordningen skall godtas, då dessa regler antagits genom tidigare bolagsstämmobeslut. I bolagsordningen preciseras som bekant de bestämmelser som karakteriserar det enskilda bolaget. Godtar en eventuell köpare inte dessa regler, står det ju denne fritt att avstå från att köpa andelar i bolaget. Vid antagande av nya preventiva motåtgärder står det vidare aktieägare fritt att sälja sina aktier om motåtgärder implementeras mot ägarens vilja.

Den avgörande frågan är istället om ledningen i målbolag verkligen skall ha rätt att vidta några motåtgärder, utan bolagsstämmobeslut, efter det att offentligt bud lagts. Det offentliga erbjudandet riktas till de enskilda aktieägarna, vilka vanligtvis har rätt till att sälja sina aktier till vem de vill.¹⁹⁵ Erbjudandet är således en aktieägares enskilda angelägenhet. Ett uppköps-erbjudande gynnar ju ofta målbolagets aktieägare, genom att dessa erbjuds överkurs för aktierna. Varför skall målbolagets ledning få vidta åtgärder som kan förhindra en bra affär för aktieägarna?

Bolagsledningens syfte med motåtgärder är vanligen att öka kostnaderna för den som lagt det offentliga budet. På detta sätt kan det ursprungliga budet komma att höjas, vilket givetvis är till fördel för aktieägarna. I takt med att kostnaderna för förvärvet ökar, minskar dock sannolikheten för att förvärvet kan komma att genomföras. Det vore således mest fördelaktigt för aktieägare i målbolag, om ledningen i bolaget hade befogenheter att vidta motåtgärder som leder till att priset på bolagets aktier ökar till den högsta värde som förvärvaren kan tänka sig genomföra förvärvet till.

Skälet till att målbolagets ledning tar till åtgärder mot fientliga bud påstås ofta vara att det offentliga erbjudandet är för lågt i förhållande till ledningens egna värde eller att ledningen genom sitt agerande helt enkelt vill tvinga förvärvaren att höja budet till fördel för aktieägarna. Dessa motiv till motåtgärder är helt i linje med bolagets aktieägares intresse. Ett annat skäl till motåtgärder är dock att bolagets nuvarande ledning fruktar att den kommer att entledigas om företagsförvärvet realiserar. Motåtgärder vidtas således för att hindra att

¹⁹³ Yvasi M, s 163f

¹⁹⁴ Yvasi M, s 164

¹⁹⁵ ABL 3:2 och 3:3

förvärvet genomförs. Motåtgärder med motiv som främst företas med bolagsledningens egenintresse för ögonen, är således inte önskvärdt från aktieägarnas sida.

För att bolagsledningen skall verka för att förvärvet skall komma att genomföras till högsta möjliga pris för förvärvare, måste företagsledningens och aktieägarnas intressen således sammanfalla. Enligt den så kallade agentteorin¹⁹⁶ inträffar emellertid detta inte särskilt ofta. Aktieägarnas intresse är att maximera företagets *värde*, emedan företagsledningen främst har intresse av att maximera *sin egen nytta*. Båda parterna är emellertid beroende av varandra. För att kunna driva företaget behöver företagsledningen aktieägarnas kapital, medan aktieägarna är beroende av företagsledningens kompetens för att få avkastning på sitt kapital. Det finns dock en uppenbar risk att aktieägarnas intressen får stå tillbaka för ledningens intressen vid offentliga erbjudanden, i de fall intressena inte sammanfaller, såvida inte ledningens kompetens görs beroende av bolagsstämmbeslut.

En annan viktig aspekt är att det inte alltid sitter ledamöter i styrelsen som ser till aktieägarminoritetens intressen, eftersom styrelsen utses av majoriteten på bolagsstämman¹⁹⁷. Bolagsstämman är således oftast det enda forum där minoritetsägare har möjlighet att göra sin röst hörd och få sina intressen tillgodosedda. Det är således av stor betydelse att motåtgärder föregås av bolagsstämmbeslut för att om möjligt skydda aktieägarminoriteten, men givetvis även de andra aktieägarna. Det är som bekant främst aspekten att skydda aktieägarminoriteten som låg till grund till EG:s föreslagna ”Takeover” – direktiv.

Den allmänna utgångspunkten bakom fientliga bud är ofta övertygelsen om att det är förmånligare både ekonomiskt och tidsmässigt, att köpa ett redan etablerat bolag, än att starta ett nytt företag. Att ett bolag blir mål för ett fientligt uppköpserbjudande är således ett sundhetstecken i näringslivet.¹⁹⁸ För även om målbolaget kanske är undervärderat av marknaden innehar det åtminstone outnyttjade tillgångar. Ibland ges dessutom målbolagets ägare möjlighet till en bra affär. Därtill tvinga den aktivitet som fientliga uppköpserbjudande utgör ledningen i företag till effektivitet. Således underlättas omstruktureringen i näringslivet av fientliga uppköpserbjudanden.

I USA har ett fåtal studier på den amerikanska marknaden, som ger störst ovannämnda påstående, visat att bolag, vars bolagsledning avstyrt fientliga företagsförvärv genom att vidta olika motåtgärder mot det fientliga bud, har fått en utveckling på sina aktier som överstiger vad aktieägarna skulle ha erhållit om de skulle ha kunnat anta budet.¹⁹⁹ Jag tolkar inte resultatet av dessa undersökningar så som att motåtgärder är till fördel för aktieägarna. Jag menar istället att hot om fientliga erbjudanden tvingar ledningen i improduktiva bolag att sköta bolaget i enlighet med aktieägarnas vilja och på så sätt försöka få företaget att åter bli effektivt, för att i framtiden om möjligt undvika fientliga uppköpserbjudanden.

Om bolagsledningar har stora möjligheter att skydda sig mot fientliga företagsförvärv, får det till följd att avståndet mellan bolagsledningen och bolagets ägare ökar. Dessutom inskränker företagsledningen aktieägarnas möjlighet att påverka bolagets verksamhet vid bolagsstämman till förmån för bolagsledningen. Avtalsfriheten inom näringslivet skyddas sålunda på bekostnad av aktieägarnas bestämmande- och beslutanderätt.

Min samlade bedömning blir sålunda att ledningen i målbolag inte skall ha rätt att vidta åtgärder mot fientliga uppköpserbjudande utan bolagsstämmbeslut, efter det att offentligt

¹⁹⁶ Agentteorin behandlar förhållandet mellan uppdragsgivare och uppdragstagare. Teorins utgångspunkt är det motsägelsefulla förhållande som en delning av kontroll och ägande innebär. Teorin är utvecklad av Coase R, samt Jensen M, och Meckling W. Jonsson T, s 889f

¹⁹⁷ ABL 9:29

¹⁹⁸ <http://www.di.se/Script/Main/Readme.asp?SearchID=/1997/09/29/100.htm>

¹⁹⁹ Jonsson T, s 909

erbjudande lagts, förutom att delge marknaden positiv information och söka efter andra potentiella förvärvare, att samt vädja till aktieägarnas lojalitet. Även om aktieägarna gett sitt förtroende och delegerat sin beslutande rätt till bolagsledningen ändrar ett fientligt uppköpserbjudande förhållandena väsentligt och på ett sådant sätt att ledningen inte längre kan anses företräda enbart bolagets aktieägare och deras intresse på ett opartiskt sätt. Deras egenintresse riskerar nämligen att bli allt för väsentligt och svårhanterligt. Det är däremot viktigt att ledningen tydligt deklarerar sin inställning till enskilda offentliga bud och anger motiven till ståndpunkten, eftersom ledningen har betydande insikt i bolagets förhållanden. Således är det av värde för aktieägarna att få ha tagit del av styrelsens syn på det offentliga erbjudandet när de sedan själva skall ta ställning till erbjudandet. Det är sedan upp till varje enskild aktieägare om den väljer att inte delta eller rösta vid den bolagsstämma där beslut om motåtgärder fattas.

7 Avslutning

Rollen som aktieägare har fått allt mindre samband med den faktiska ledningen av företaget då det direkta inflytandet överlåtits till en grupp förtroendevalda personer, till följd av strukturomvandlingen i näringslivet. Om bolagsledningar i stor utsträckning ges möjligheter att skydda sig mot fientliga företagsförvärv finns det en uppenbar risk att distansen mellan bolagsledningen och bolagets ägare ytterliggare ökar. Därutöver begränsas aktieägarnas möjlighet att påverka bolagets verksamhet via bolagsstämman till förmån för bolagsledningen. Sålunda kan avtalsfriheten inom näringslivet komma att skyddas på bekostnad av aktieägarnas bestämmande- och beslutanderätt.

Emellertid varierar synen på om ledningen i målbolag skall ha rätt att vidta motåtgärder vid fientliga uppköpserbjudanden, utan aktieägarnas godkännande, med uppfattningen om ägarna eller de anställda i ledningen är mest lämpad att avgöra vad som är bäst för bolaget. De olika synsätten har gett upphov till olika regelsystem som var och ett förefaller fungera relativt väl i respektive land, vilket i dagsläget är det essentiella i alla avseenden.

I USA, där fientliga uppköpserbjudanden ofta erlaggs ses aktieägare som investerare vars intressen bäst tas tillvara av bolagsledningen och således innehar ledningen långtgående befogenheter. Trots den uppenbara risken att företagsledningen främst försöker maximera sin egen nytta, vid fientliga erbjudanden, istället för att se till bolagets intresse verkar the Business judgement rule och the Unacol duties väsentligt reducera denna risk. Men kanske borde ändå bolags ägare få lite mer att säga till om då motåtgärder vidtas mot fientliga bud.

Storbritannien har en väl fungerande reglering av bolagsledningens agerande vid fientliga uppköpserbjudanden. Aktieägarna har stora möjligheter att påverka vidtagandet av motåtgärder. Stora delar av Sveriges reglering har dessutom hämtats från Storbritannien, vilket tyder på att bestämmelserna är effektiva. I Storbritannien förekommer fientliga bud i avsevärt lägre grad än i USA, men likväl oftare än i Sverige.

I Sverige har hittills fientliga erbjudanden varit relativt sällsynta och således mindre vanliga än i Storbritannien. Detta beror troligen på stark lojalitet mellan företag på den svenska marknaden och till viss del även förekomsten av röstdifferentiering. Trots detta kommer emellertid antalet fientliga företagsförvärv i Sverige säkerligen att öka i takt med globaliseringen. Trots att Sverige har en väl fungerande reglering av offentliga uppköpserbjudanden skulle det emellertid vara betydelsefullt om gemensamma EU-regler om bolagslednings agerande vid fientliga uppköpserbjudanden antogs, i synnerhet med tanke på Sveriges litenhet. På så sätt skulle ledningens utrymme för motåtgärder vara de samma i stora delar av Europa. Min förhoppning är emellertid att kommissionens nya direktivförslaget inte ger bolagsledningen allt för stort utrymme att själv vidta motåtgärder utan aktieägarnas medgivande, då det skulle få till följd att aktieägarnas beslutanderätt begränsas till förmån för bolagsledningen.

Källor och litteratur

EG-direktiv

Europaparlamentets och rådets direktiv 2000/.../EG av den på bolagsrättens område om uppköpserbjudande

Lagar

Aktiebolagslagen

Anmälningsskyldighet för vissa innehav av finansiella instrument, lag (2000:1087)

Bankrörelselagen 1987:617

Companies Act 1985

Delaware General Corporation Law

Försäkringsrörelselagen 1982:713

Lag (1992:543) om börs- och clearingverksamhet

Lag(1991:980) om handel med finansiella instrument

Konkurrenslagen 1993:20

Lag (1967:531) om tryggnad av pensionsutfästelser

Stiftelselag (1994:1220)

Föreskrifter

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

Föreskrifter (FFFS 1998:16) om disciplinnämnd för börser

Statens offentliga utredningar

SOU 1988:38 Ägande och inflytande i svenskt näringsliv bilaga 1

SOU 1990:1 Företagsförvärv i svenskt näringsliv

SOU1990:1 Företagsförvärv i svenskt näringsliv bilaga 5, Fällman A, Motåtgärder vid företagsförvärv.

Näringslivets börskommittés rekommendationer

Rekommendation om information angående ledande befattningshavares förmåner (1993)

Offentliga erbjudande om aktieförvärv (1999)

Offentliggörande vid förvärv och överlåtelse av aktier m.m. (1994)

Rekommendation om information angående ledande befattningshavares förmåner (1993)

Aktiemarknadsnämndens uttalande

1992:6 Sandvik – ändring av bolagsordningen i syfte att försvåra uppköp

1994:4 Volvo – BCP- förändringar av villkor i offentligt erbjudande

Rättsfall

USA

Cede & Co. v. Technicolor, Inc., 634 A.2d 345 (Delaware Supreme Court 1993)
Edgar v. MITE Corporation, 457 US 624, 102S Ct 2629 (US Supreme Court 1982)
Moran v. Household International, Inc., 500 A.2d 1346 (Delaware Supreme Court 1985)
Revlon, Inc v. MacAndrews and Forbes Holdings 506 A.2d 173 (Delaware Supreme Court 1986)
Unitrin, Inc. V. American General Corp., 651 A.2d 1361 (Delaware Supreme Court 1995)
Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co., 493 A.2d 949 (Delaware Supreme Court 1985)

Storbritannien

Greenhalg v Arderne Cinemas Ltd [1951] Ch 286
Howard Smith Ltd v Ampol Petroleum Ltd [1974] A.C. 821

OM Stockholmsbörsen AB

Börsregler 2001;Handledning till noteringsavtal
 Noteringsavtal

Doktrin

Afrell A, Klahr, H, Samuelsson P, *Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, andra upplagan, Norstedts förlag Stockholm 1998
 Dorresteijn A, Kuiper I, Morse G, *European corporate law*, Stockholm/Deventer 1995
 Dotevall R, *Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställande direktör. En aktiebolagsrättslig studie i komparativ belysning*. Norstedts förlag, Stockholm 1989
 Kender, G, *Aktiebolagslagen med kommentarer*, tionde upplagan, Studentlitteratur Lund 1995
 Kozyris P.J, *Corporate Takeovers through the public markets*, Kluwer Law International, Nederländerna. 1996
 Olrog C, Rickhamre K G, *Företagsköp i det framtida Europa – en presentation av det EG-förslag som förbjuder de svenska A- och B-aktierna*, SNS Förlag Kristianstad 1991
 Ramberg J, Hultmark C, *Allmän avtalsrätt*, femte upplagan, Norstedts tryckeri, Stockholm 1999
 Savela A, *Hostile Takeovers and directors*, Publications of the faculty of law of the University of Turku, Gummerus printing Ltd. Saarijärvi 1999
 Weston J. F, Kwang S. C, Juan A. S, *Takeovers, restructuring, and corporate governance*, USA 1997

Tidskrifts- och tidningsartiklar

Ernsberger Richard Jr, *Commence firing!*, Newsweek 1999-03-22 s 84-85
 Hammar T, *Jakt på storlek präglade fusionsåret*, Svenska Dagbladet 2000-01-03 s 26
 Herbst J, McCaw K, *Statutory exceptions and defences: what protection is available?*, The Company Lawyer nr 7 2001, s 206-212
 Jonsson T, *Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv*, Juridisk tidskrift vid Stockholms universitet 1996/97; 4; 887-913

Hargreaves Deborah, *Germany backs out of EU corporate takeover accord*, Financial Times 2001-05-02

Lomnicka L, Welch J, *The UK Model of Securities Regulation*, European Business Law Review February 1997 s 35-44

Yavasi M, *A socio-legal and economic introduction to corporate governance problems in the E.U.*, The Company Lawyer nr 6 2001, s 162-170

Internet

Artiklar ur dagens industri

wysiwyg://storruta.253/http:www...sp?SearchID=/2001/09/04/30791.htm 010927

wysiwyg://storruta.253/http:www...sp?SearchID=/2001/07/04/27271.htm 010927

http://www.di.se/Scripts/Main/Rea...sp?SearchID=/2001/05/26/24965.htm 010927

http://www.di.se/Script/Main/Readme.asp?SearchID=/1997/09/29/100.htm 010927

http://www.di.se/Scripts/Main/print.asp?ID=/1997/03/26/126&print=1 010927

Övriga artiklar

http://www.bowne.com/newsletters/pdf/digest/may99_2.pdf 010916

http://www.thetakeoverpanel.org.uk 010916

http://www.freshfields.com/practice/corporate/publications/pdfs/712.pdf 010916

http://www.freshfields.com/practice/corporate/publications/newsletters/new-issues/1499.pdf 010916

”E- mail intervju” med:

Rolf Skog