

Corporate Governance Forum

Fientliga uppköpserbudanden – noteringar
från ett kvällsseminarium



Corporate Governance Forum

Fientliga uppköpserbjudanden
– noteringar från ett kvällsseminarium

*Erik Sjöman & Rolf Skog (red.) under
medverkan av Erik Lidman*



Corporate Governance Forum

Fientliga uppköpserbjudanden – noteringar från ett kvällsseminarium
Erik Sjöman & Rolf Skog (red.) under medverkan av Erik Lidman

KARL-ADAM BONNIERS STIFTELSE

ISBN 978-91-85333-86-8

© Författarna och Corporate Governance Forum

Produktion: eddy.se ab, Visby 2018

Typsnitt: Museo Sans, Indigo Antiqua 2

Tryck: Holmbergs, Malmö 2018

Att mångfaldiga innehållet i detta verk, helt eller delvis, utan medgivande av resp. författare och Corporate Governance Forum, är förbjudet enligt lagen (1960:729) om upphovsrätt till litterära och konstnärliga verk. Förbudet gäller varje form av mångfaldigande, såsom exempelvis tryckning, kopiering, ljudinspelning liksom elektronisk återgivning eller överföring.

Förord

Göran Nyström är född 1951. Han är jur. kand. vid Uppsala universitet (1975) och var tingsnotarie vid Södra Roslags tingsrätt. 1978 anställdes han som biträdande jurist hos Advokatfirman Lagerlöf. Han övergick sedan (1981) i mångårig tjänst inom Skandinaviska Enskilda Banken och var sedermera medgrundare av och chef för Enskilda Juridik 1988. När Enskilda Juridik avvecklades år 2000 blev Göran delägare i Mannheimer Swartling Advokatbyrå och sedermera (2005) delägare i Advokatfirman Vinge, där han alltjämt är verksam.



Göran har varit en centralfigur, i olika rådgivarroller, i ett mycket stort antal uppköpserbjudanden och andra aktiemarknadstransaktioner på den svenska marknaden och har likaledes haft en central roll inom självregleringen på området. Han var under många år ledamot av Aktiemarknadsnämnden och instrumentell i Näringslivets Börskommittés arbete med utvecklingen av takeover-regelverket. Han var expert i den statliga takeover-utredningen och är medförfattare till en utförlig regelkommentar till takeover-reglerna.

Med anledning av att Göran fyllt 65 år anordnade Corporate Governance Forum i januari 2017 ett seminarium tillägnat Göran. Seminariet organiserades av Rolf Skog, Corporate Governance Forum och Erik Sjöman, Vinge under medverkan av Erik Lidman, Corporate Governance Forum. Seminariet hade rubriken ”Fientliga bud”. Syftet var att under anspråkslösa former dryfta framväxten av regleringen av uppköpserbjudanden, med fokus på s.k. fientliga erbjudanden.

Seminariet leddes av Rolf Skog och Erik Sjöman, vilka inledde med en internationell utblick om framväxten av och skillnaderna mellan de amerikanska, brittiska, europeiska och svenska regleringarna av fientliga bud, respektive en sammanfattning av dagens

Förord

svenska reglering på området. Efter några kompletterande anmärkningar från auditoriet följdes detta av förberedda inlägg i olika budrelaterade ämnen av Sven-Ivan Sundqvist, Peter Bäärnhielm, Dick Lundqvist, Jan Lombach, Ulf Aspenberg och Robert Ohlsson – några av alla de personer som Göran arbetat nära i dessa frågor under årens lopp.

Innehåll

Förord	5
Inledning till kvällen	9
Fientliga bud – en utblick och återblick	11
<i>Rolf Skog</i>	
Fientliga bud i den svenska takeover-regleringen	27
<i>Erik Sjöman</i>	
Några reflektioner kring fientliga bud	43
<i>Sven-Ivan Sundqvist</i>	
Takeover-reglering och avtalsfrihet	47
<i>Peter Bäärnhielm</i>	
Finns det fientliga bud?	51
<i>Jan Lombach</i>	
Ska en budgivare kunna fullfölja ett bud oavsett anslutningsgrad?	55
<i>Dick Lundqvist</i>	
Handelsbankens köp av Stadshypotek – fientliga inslag, eller vad man ska kalla det	59
<i>Ulf Aspenberg</i>	
Tvångsinlösen	65
<i>Robert Ohlsson</i>	

Inledning till kvällen

Vänner, seminariedeltagare,

Välkomna till ännu ett Corporate Governance Forum-seminarium. Det är nu snart tjugofem år sedan Mats Isaksson, Gunnar Nord, Robert Ohlsson och jag, med finansiellt stöd från Karl Adam Bonniers stiftelse, startade denna, med en modern term, plattform för diskussioner om bolagsstyrning. Vi har under dessa år genomfört drygt etthundra seminarier, arrangerat ett par större internationella konferenser och publicerat en serie böcker i ämnet. Under lång tid höll vi, som alla vet, till hos Gunnar Nord och Robert Ohlsson, som generöst upplät sina lokaler åt oss. Nu, när Gunnar och Robert flyttat från stadens absoluta mitt, håller vi i stället till här på Tändsticks-palatset.

Det är mer än fullsatt här ikväll och de flesta av er har faktiskt varit återkommande deltagare på våra seminarier ända sedan starten. Det är fantastiskt.

Vi skulle således egentligen bara kunna konstatera att allt är som vanligt och direkt starta kvällens seminarium. Men allt är ändå inte är riktigt som vanligt. Det är nämligen på det sättet att vi tillägnar seminariet en av Corporate Governance Forums mest trogna seminariedeltagare, advokaten Göran Nyström som sitter här på första raden.

– Göran, du är som sagt en av våra allra flitigaste seminariedeltagare och redan det kunde i och för sig motivera såväl ett seminarium till din ära som det glas med ”bubbel” vi fick i foajén. Men det är också så att du relativt nyligen har fyllt 65 år. Med anledning därav och mot bakgrund din långa juridiska gärning inom området offentliga uppköpserbjudanden har vi valt att tillägna dig kvällens seminarium och att låta det handla om en särskild aspekt av uppköpserbjudanden, nämligen fientliga bud. Så låt mig särskilt välkomna dig Göran och din familj som också är här.

Inledning till kvällen

– Nu är det emellertid så att när seminariet tillägnas dig, kan du inte tillåtas sitta som en av alla i auditoriet, inte ens om du sitter längst fram. Du får helt enkelt komma upp på scenen och sätta dig i vår egen ”Här har du ditt liv”-fåtölj. Välkommen upp!

Rolf Skog

Fientliga bud – en utblick och återblick

*Rolf Skog**

1. Inledning

Ämnet för kvällens seminarium är alltså ”Fientliga bud” eller, med en lite mindre journalistisk jargong, ”Fientliga uppköpserbjudanden”. Man kan naturligtvis fundera över om det över huvud taget finns några sådana. Det talas i media, i näringslivet och i den akademiska världen sedan decennier om ”fientliga”, i motsats till ”vänliga”, uppköpserbjudanden eller, om man ser till slutresultatet, om ”fientliga” företagsförvärv. Men kan ett erbjudande, eller ett förvärv, verkligen vara ”fientligt”? Det låter som en ”contradiction in terms” och det är, menar jag, just vad det är.

Med uppköpserbjudande avses i dessa sammanhang ett erbjudande till aktieägarna i ett börsbolag att sälja alla eller en del av sina aktier i bolaget till den som lämnar erbjudandet, budgivaren. Termen ”fientlig” syftar normalt inte på att budgivaren skulle ha en fientlig inställning till erbjudandets adressater. Jag vet inte ens vad en sådan fientlighet skulle bestå i. Tvärtom är det ju som bekant regelmässigt så att dessa aktieägare erbjuds att sälja sina aktier till budgivaren till ett pris som ofta är väsentligt högre än marknadspriset och det för ju i alla fall inte omedelbart tankarna till fientlighet. Det händer förvisso att aktieägarna trots allt tycker att priset är för lågt men det är inte annorlunda än med vilket affärsförslag som helst.

Nej, det är inte budgivaren som är fientligt inställd. Fientligheten finns i betraktarens ögon och betraktaren är i dessa fall inte heller i första hand erbjudandets adressater, dvs. aktieägarna i målbolaget, utan målbolagets styrelse och ibland även verkställande ledning. En målbolagsstyrelse som inte i förväg kontaktats av budgivaren utan får erbjudandet utan förvarning, eller en målbolagsstyrelse som kontaktats i förväg och försökt avvisa budgivaren eller

* Adjungerad professor i börs- och bolagsrätt vid Göteborgs Universitet och direktör för Aktiemarknadsnämnden.

krävt ett högre bud men finner att budgivaren kört över styrelsen och vänt sig direkt till aktieägarna, det är den – målbolagsstyrelsen – som normalt avgör om erbjudandet ska karakteriseras som ”fientligt” eller ”vänligt”. Det finns i den svenska kontexten förvisso också enstaka exempel på situationer där ett uppköpserbjudande ansetts ”vänligt” i styrelsens och ledningens ögon men möjligen ”fientligt” i kontrollägarans ögon, men det kan vi lämna därhän idag.

En mer neutral och adekvat terminologi är att tala om erbjudanden som av målbolagsstyrelsen är rekommenderade respektive icke-rekommenderade. Men i kväll spetsar vi till det lite och faller in i jargongen.

Företagsförvärv kan genomföras på många olika sätt och har givetvis förekommit lika länge som det funnits företag. Men när, var och varför uppstod just metoden att förvärva företag, närmare bestämt aktiebolag, genom offentliga uppköpserbjudanden?

Enkelt uttryckt hänger metoden samman med ägarbildens. Ett förvärvserbjudande avseende ett aktiebolag med ett fåtal aktieägare kan läggas fram vid ett personligt möte, i ett telefonsamtal eller rentav i ett brev. Ett förvärvserbjudande avseende ett aktiebolag med tusentals eller rentav tio- eller hundratusentals aktieägare måste i praktiken framföras på ett annat sätt, nämligen genom offentliggörande av ett till alla riktat erbjudande att på vissa villkor överlåta aktier till budgivaren.

Det är därför inte förvånande att det var i Förenta staterna och Storbritannien – länder där ägarstrukturerna i börsnoterade bolag tidigt utvecklades mot ett spritt ägande – som offentliga uppköpserbjudanden först fick en mer allmän utbredning.

2. Förenta staterna

När det gäller Förenta staterna brukar man ofta tala om att ett antal förvärvsvågor, från det sena 1800-talet och framåt, rullat fram över det amerikanska näringslivet. Den första vågen, 1897–1904, handlade om horisontell integration. Det var då trustar som Standard Oil, United Fruit och U.S. Steel skapades. Förvärvsvågen födde en motreaktion från lagstiftarens sida på konkurrensbegränsningens område och nästa våg, 1916–1929, handlade därför mer om vertikal integration och utnyttjandet av stordriftsfördelar.

I de allra flesta fall genomfördes förvärven under dessa tidiga förvärvsvågor genom fullmaktsstrider, proxy contests, som gick ut på att samla röster för att först byta ut målbolagets styrelse och därefter slå samman bolagen. Inom parentes sagt talar man i amerikansk litteratur ofta även om dessa förvärv i termer av ”takeovers”. Termen takeover har i de sammanhangen ofta en vidare innebörd än vad som är fallet när vi använder den i Sverige och för den delen även i andra europeiska länder, där termen närmast är synonym med just uppköpserbjudanden. Den amerikanska termen för uppköpserbjudanden är ”tender offers”.

Den tredje amerikanska förvärvsvågen, som pågick under 1960-talet, beskrivs ofta som ”the conglomerate acquisition craze”. Den handlade i stor utsträckning om management-styrda imperiebyggen. Det fanns i det amerikanska näringslivet och i den företagsekonomiska litteraturen vid den här tiden en stark tilltro företagsledningskonsten som sådan. En företagsledare som visat sig duglig att driva ett telefonbolag antogs var lika duglig att driva ett hotellföretag eller ett livsmedelsföretag och därmed också att driva alla verksamheter på en och samma gång. En del av er minns säkert t.ex. konglomeratet ITT.

Det var under den tredje förvärvsvågen som uppköpserbjudanden, tender offers, gradvis kom att ersätta proxy fights som förvärvsmetod. År 1966 lämnades inte mindre än 100 uppköpserbjudanden avseende amerikanska börsbolag, jämfört med endast 8 sådana erbjudanden år 1960.

Varför bytte köparna taktik? Det korta svaret är att kostnaderna för att genomföra uppköpserbjudanden hade sjunkit markant. Bakom detta låg i sin tur flera faktorer, varav den främsta kanske var institutionaliseringen av ägandet. Det hade på några decennier skett en dramatisk tillväxt i det institutionella ägandet på den amerikanska aktiemarknaden. Pensionsfonder, aktiefonder och andra kapitalförvaltande institutioner spelade en allt större roll på aktiemarknaden och var då, precis som idag, lätttrörliga i sina innehav. Exit snarare än voice, karakteriserade deras beteende. En potentiell budgivare kunde räkna med att pensionsfonder och andra institutioner skulle komma att acceptera ett uppköpserbjudande som innehöll en premie i förhållande till börskursen. En annan faktor av betydelse var att en rad bolag på den amerikanska aktiemarknaden under 1960-talet ansågs kraftigt undervärderade. Sist men

inte minst fanns nya finansieringsmetoder att tillgå. Tillsammans skapade dessa faktorer förutsättningar för en dramatisk ökning av antalet uppköpserbudanden på den amerikanska aktiemarknaden. ”Tender offers”, skriver två ledande akademiker på området, ”were far more effective than the traditional proxy contest because the bidder offered cold hard cash, rather than simply a plea for the target shareholders’ vote in a directorial election.”

En närmast total avsaknad av regler på området ledde också till en snabb utveckling av vad som kort kan kallas budtaktik. En av budgivarnas favoriter var så kallade Saturday Night Specials. Taktiken innebar att budgivaren, ofta efter att ha skaffat sig ett ”toehold” i bolaget genom att i en s.k. ”street sweep” köpa aktier på marknaden, lämnade ett uppköpserbudande avseende en del av aktierna i bolaget med en hygglig premie, med mycket kort acceptfrist och med villkoret ”först till kvarn får mala”. Upplägget skapade en stark press på målbolagets aktieägare att acceptera budet i stället för att bli sittande med aktierna och så småningom få ett väsentligt sämre erbjudande. Till detta ska läggas att informationen om budgivaren i de allra flesta bud var nästan obefintlig; målbolagets aktieägare visste sällan vem budgivaren var och definitivt ingenting om hur budet var finansierat. Det var, med ett lånat uttryck, ”Vilda Västern” på den amerikanska marknaden för företagskontroll.

Den amerikanska övervakningsmyndigheten SEC, som under dessa år var mycket aktiv, såg med oro på utvecklingen och började verka för en federal reglering rörande uppköpserbudanden. Som ett utflöde av denna aktivitet lade senatören Harrison A. Williams år 1965 fram ett lagförslag med den talande titeln ”Protection against corporate raiders”. Men SEC var inte ensamt om att vilja motverka alltför utmanande upplägg av uppköpserbudanden. En annan intressent, som alltid finns med i spelet när det handlar om uppköp, är företagsledare. Redan under 1960-talet blev det tydligt att många företagsledare i det amerikanska näringslivet såg den nya tekniken för att förvärva bolag som ett hot. De backade därför upp SEC:s initiativ. Detsamma gällde en tämligen konservativ grupp personer på Wall Street, som inte heller gillade det nya sättet att göra företagsaffärer. Många väletablerade rådgivare, finansiella såväl som juridiska, vägrade helt sonika att befatta sig med tender offers. Inom parentes sagt, och det kanske kan ha sitt intresse en kväll som denna, skapades därigenom utrymme för ”uppstickare” som t.ex. Skadden

att bistå med rådgivning just i fråga om tender offers – ”friendly or hostile” – en nisch som alla vet skulle visa sig bli mycket lönsam.

Resultatet av SEC:s ansträngningar i kombination med uppbackningen från företagsledarhåll och Wall Street-etablissemanget blev en federal reglering, the Williams Act, som trädde ikraft 1968. Regleringen var visserligen lite mer urvattnad än vad senatoren och SEC önskade sig men hade trots det en avkylande effekt. Regleringen ställde krav på information till marknaden om budgivarens identitet, finansieringen och intentionerna med budet. Den drog också ned tempot i uppköpsprocesserna genom lagstadgade tidsfrister. Det senare skapade också större utrymme för företagsledningarna att överväga andra alternativ och ganska snart började det växa fram rådgivare som var redo att bistå målbolag i fråga om hur man bäst försvarar sig mot oönskade, ”fientliga” uppköpserbjudanden.

I slutet av 1970-talet ändrade buden karaktär. En allmän nedgång i den amerikanska ekonomin, fallande oljepriser och, inte minst, en överkapacitet i många delar av näringslivet på grund av den snabba utvecklingen inom data- och kommunikationsteknik ledde till att många av 1960-talets konglomeratbildningar bröts upp. Konglomeratvågen vändes till en ”refocusing merger wave” där bolag genom utköpserbjudanden lämnade börsen – bolagen gick ”private”. Utköpsbudet föranledde kompletterande federala regler, inte minst för att adressera potentiella konflikter mellan huvudägare, som också var budgivare, och övriga aktieägare.

Vid denna tidpunkt startade också från företagsledarhåll en massiv lobby-kampanj för delstatlig lagstiftning mot offentliga uppköpserbjudanden. Uppfattningen var att Williams Act inte räckte till och företagsledningarna gick i delstat efter delstat ihop med fackföreningar och lokala intresseorganisationer för att minska utrymmet för takeovers.

SEC ifrågasatte emellertid den framväxande delstatliga regleringen och menade att den stred mot den amerikanska konstitutionen, i korthet av det skälet att delstaterna ifråga gett sig in på ett område som redan reglerades på federal nivå. SEC drev saken till rättslig prövning och i det välkända målet *Edgar v. MITE* slog Högsta domstolen år 1982 fast att takeover-lagstiftningen i Illinois, som SEC hävdade, stred mot konstitutionen. Därmed rycktes i praktiken grunden undan för den s.k. första generationens delstatliga anti-takeover-regler.

Under 1980-talet rullade en fjärde våg av företagsförvärv in. Uppköpsaktiviteten ökade dramatiskt. Avregleringar, lättnader i konkurrenslagstiftningen och nya finansieringsmetoder (junk bonds) bidrog till att nästan en tredjedel av Fortune 500-bolagen blev föremål för hostile tender offers under decenniet. Från företagsledarhåll såg man med förskräckelse på utvecklingen och förstod att motåtgärder behövde vidtas på flera plan. Den delstatliga takeover-regleringen hade, i sin ursprungliga form, underkänts som stridande mot konstitutionen men Högsta domstolen hade inte principiellt stängt dörren för delstatlig takeover-reglering. Det skapade utrymme för nya lagstiftningsinitiativ och redan några år efter *Edgar v. MITE* fanns en ny generation, lite mindre långtgående, takeover-regler på plats i en rad delstater.

En logisk slutsats från företagsledarhåll blev också att i företagen utveckla och tillgripa egna försvarsåtgärder. Fältet var oreglerat. Varken Williams Act eller någon annan federal rättsakt reglerade vad ett målbolag kunde göra för att motverka ett oönskat uppköps-erbjudande – ett faktum som nu utnyttjades från företagsledarhåll. En industri av rådgivare som erbjöd olika typer av försvarsåtgärder växte fram och lärde omvärlden termer som *Pac-Man Defence*, *Golden parachutes*, *Green mail buy-outs*, *Crown jewel lock-ups* och inte minst den av New York-advokaten Martin Lipton utvecklade metoden att i potentiella målbolags bolagsordningar ta in ett s.k. poison pill i form av en Shareholder Rights Plan.

Från budgivarhåll ledde denna utveckling, inte oväntat, i sin tur till motåtgärder bl.a. i form av stämningar i delstatliga domstolar där man från budgivarnas sida gjorde gällande att målbolagens åtgärder var lagstridiga. En mycket stor andel av dessa processer fördes i Delaware, där merparten av de amerikanska börsbolagen var och alltså är registrerade. Domstolarna i Delaware tog i praktiken kontroll över hela frågan om försvarsåtgärder och domstolarna gav, om man ska sammanfatta utvecklingen, målbolagen rätt. Styrelsen i ett målbolag har, konstaterade domstolarna, både rätt och i vissa fall skyldighet att ta på sig rollen som filter mellan budgivaren och målbolagets aktieägare och att också vidta rimliga försvarsåtgärder, åtminstone under vissa särskilt stränga förutsättningar. Genom att också själva, bl.a. i de välkända målen *Moran*, *Unocal*, *Revlon* och *Blasius*, successivt mejsla ut dessa förutsättningar skaffade sig domstolarna i Delaware i praktiken monopol på frågan om

tillåtna budmetoder och försvarsåtgärder. I stort sett samtliga större uppköpserbudanden i det amerikanska näringslivet under 1980-talet hamnade i domstolarna i Delaware som under detta ”decade of court actions” kom att ägna sig åt en kombination av dömande och regelskapande verksamhet. SEC var inte längre den enda och kanske inte ens den mest centrala regelmakaren på takeover-området. ”The Delaware courts’ expansionary takeover platform is the real takeover regulation story of the 1990s through today”, konstaterade en skarpsynt iakttagare av utveckling så sent som 2007.

Vad särskilt gäller poison pills slog Delaware Supreme Court redan år 1985 fast att det är tillåtet för en bolagsstyrelse att i bolagsordningen ta in en bestämmelse av innebörd, att om en budgivare erbjuder sig att förvärva en viss andel av aktierna i bolaget så ska bolaget till en mycket kraftig rabatt (som regel 50 procent) emittera nya aktier till alla andra aktieägare – en synnerligen kraftfull mekanism för att späda ut en oönskad budgivare. ”Pillret” blev snabbt företagsledningens försvarsåtgärd *par préférence*.

Så småningom sänkte domstolarna också kravet på en särskilt hög aktsamhetsstandard för försvarsåtgärder och gav målbolagets ledning rätt att helt enkelt bara säga ”nej”, om man bedömde att ett uppköpserbudande inte var tillräckligt attraktivt för aktieägarna eller ansåg det finnas bättre alternativ. Med en term hämtad från Nancy Reagans anti-drog-kampanj talade man om ”the just say no-defence”.

När den femte förvärvsvågen rullade in i mitten av 1990-talet var landskapet därför helt förändrat. Sannolikheten för att nå framgång med ett fientligt uppköpserbudande var mycket låg och andelen fientliga bud minskade kraftigt. Många förvärv hade inte ens formen av uppköpserbudanden utan strukturerades, enkelt uttryckt, som en fusion, och på detta sätt är det alltså. Det förekommer idag knappt några fientliga bud i det amerikanska näringslivet och i den mån det gör det är de, till följd av poison pills i målbolagens bolagsordningar, alltid utformade som en kombination av först en proxy-contest (för att tillsätta en ny styrelse som gör sig av med pillret) och därefter ett tender offer när budgivaren vet att budet kommer att kunna ha framgång. Borta är de omfattande rättsprocesserna. Borta är i praktiken också SEC, som närmast abdikerat från sin tidigare så aktiva roll på området. The Williams Act finns förvisso kvar men betyder nästan ingenting i sammanhanget.

Till bilden hör också ett starkt förändrat amerikanskt corporate governance-landskap. Under de senaste tio, tjugo åren har institutionaliseringen av aktieägandet ökat dramatiskt i Förenta staterna. Man talar om en "re-concentration" i de enskilda börsbolagens ägarstruktur och syftar då på att i många av de amerikanska börsbolagen innehar idag något tiotal institutionella ägare och kapitalförvaltare tillsammans så stora ägarandelar att den klassiska bilden av den fristående företagsledningen inte längre stämmer. Kanske ligger däri också en del av förklaringen till Delaware-domstolarnas förändrade synsätt. Med ett bättre fungerande corporate governance-system i allmänhet är behovet av att genom takeovers eller tender offers hålla företagsledningen "på tårna" kanske inte längre lika stort. Det *kan* vara en förklaring. "Anyway", som en av iakttagarna konstaterar, "right now there appears to be a limited need for Delaware to once again fulfil the role as regulator and rule maker".

3. Storbritannien

Vänder vi blicken mot Storbritannien ser vi hur historien om uppköpserbjudanden startar på 1950-talet. Fram till dess fanns det i många brittiska börsbolag ett starkt inslag av familjekontroll. Grundarfamiljen innehade tillräckligt många aktier för att kunna bestämma styrelsens sammansättning och de facto kontrollera bolaget. I litteraturen framhålls också den starka tilltro till och lojalitet mot styrelsen som övriga aktieägare visade, inte minst på grund av det informationsövertag som styrelsen hade ifråga om bolagens ekonomiska ställning. Företagsförvärv föregicks därför regelmässigt av förhandlingar med styrelsen och hade nästan alltid formen av en fusion. "The sheer absence of information not only reduced the number of *known* profitable acquisition situations but also weighted the advantage in favour of negotiating through the directors those which *were* perceived", skriver en ledande ekonomhistoriker i en betraktelse över formerna för företagsförvärv under 1900-talets första decennier.

Under 1950-talet började förhållandena ändras. Då splittrades kontrollen i många av de familjedominerade börsbolagen och ägarstrukturen utvecklades snabbt i riktning mot den struktur som vi idag förknippar med brittiska börsbolag, dvs. avsaknad av kontrollägare, ett starkt inslag av institutionellt ägande och ett förhållande-

vis stort antal små aktieägare. Därmed var också en av de viktigaste förutsättningarna på plats för företagsförvärv genom uppköps-erbjudanden, i Storbritannien kallade takeover bids.

Men även andra faktorer banade väg för företagsförvärv genom uppköpserbjudanden. En viktig faktor var att Storbritannien år 1948 fick en ny aktiebolagslag som skapade bättre förutsättningar för utomstående, inte minst potentiella budgivare, att genomlysa företagen.

Offentliga uppköpserbjudanden hade visserligen förekommit i Storbritannien sedan aktiebolagets barndom, men omfattningen var länge mycket begränsad i förhållande till det stadigt ökande antalet aktiemarknadsbolag. En studie av 726 bolag noterade på London Stock Exchange år 1924 visar att endast 35 av bolagen, mindre än fem procent, köptes upp eller gick samman med något annat bolag under femtonårsperioden fram till år 1939. Det kontrasterar skarpt med utvecklingen därefter. Under perioden 1948–1960 genomfördes 461 uppköp, motsvarande 25 procent av totalantalet noterade bolag under perioden. Och det var ändå bara början.

Den verkliga takeover-boomen startade i slutet av 1950-talet. År 1958 genomfördes i genomsnitt 5–6 uppköp per månad. Ett år senare, 1959, var antalet det dubbla. Tidskriften *The Times* konstaterade i juni 1959 att det under de senaste veckorna varit en sådan ström av takeovers, att offentliga uppköpserbjudanden inte längre skulle ha något nyhetsvärde, om inte trenden vände.

Karakteristiskt för utvecklingen under 1950-talet var också att uppköpserbjudandena kom att riktas mot allt större bolag och att budgivarna fortlöpande skapade nya tekniker för att säkra erbjudandenas genomförande. Förvärv av aktier på börsen genom bulvaner genomfördes för att, till en av erbjudandet opåverkad kurs, etablera ett ägande i bolaget redan innan erbjudandet offentliggjordes, stora ersättningar betalades till styrelseledamöter i målbolaget för att dessa inte skulle motarbeta ett framlagt erbjudande, etc.

Medan offentliga uppköpserbjudanden före kriget nästan undantagslöst inleddes med att budgivaren kontaktade målbolagets styrelse med förslag om ett samgående och först när samförstånd uppnåtts dem emellan vände sig till aktieägarna med ett erbjudande, blev det under efterkrigstiden också allt vanligare att uppköpserbjudanden lades fram utan någon föregående kontakt med målbolagets styrelse.

Det första framgångsrika s.k. fientliga takeover-budet genomfördes år 1953, då finansmannen Charles Clore lade ett bud på skohandelskedjan J. Sears. Clore förstod dels att den höga efterkrigsinflationen drivit upp priset på Sears centralt belägna butikslokaler utan att detta återspeglades i bolagets redovisning, dels att bolagets aktier var undervärderade eftersom aktiemarknaden fortsatte att prissätta aktier huvudsakligen utifrån lämnade utdelningar. Uppköpserbjudandet sände chockvågor genom det brittiska näringslivet och, precis som på Wall Street, genom etablissemanget i London City.

Minst lika stor blev uppmärksamheten kring det fientliga budet på Savoy Hotel samma år. Då fick också engelsmännen för första gången lära sig en del om försvarsåtgärder från företagsledningars sida.

I ljuset av utvecklingen på erbjudandesidan växte, på samma sätt som i Förenta staterna, tekniker fram för att försvara brittiska målbolag mot oönskade, ”fientliga”, bud. Det handlade om att skriva upp värdet på målbolagets tillgångar, att höja aktieutdelningen och på andra sätt försöka få upp kursen på målbolagets aktier, men också exempelvis om att sälja eller med andra metoder göra målbolagets mest attraktiva tillgångar, ”kronjuvelerna”, oåtkomliga för en budgivare och därigenom minska intresset för bolaget.

Den tilltagande kampen om kontrollen över det brittiska näringslivet och de nya inslagen i denna kamp tilldrog sig också ett allt större intresse i den allmänna debatten. Den dominerande uppfattningen synes ha varit att takeovers utgjorde ett effektivitetsbefrämjande inslag i ekonomin, men det fanns också kritiker som menade att takeovers var omoraliska eller rentav samhälleligt skadliga. I delar av kritiken fanns en tydlig politisk underton. Företrädare för Labour-partiet (som var i opposition) menade att takeovers innebar ett kringgående av parlamentariskt beslutade utdelningsbegränsningar i de brittiska aktiebolagen och möjliggjorde spekulativa och skattefria vinster för budgivaren. Andra representanter för partiet medgav emellertid att takeovers också var till nytta för näringslivet och att åtgärder för att stävja takeover aktiviteten inte borde vidtas utan närmare utredning. I praktiken skedde inte heller något annat än att the Governor of the Bank of England i december 1953 vände sig till de brittiska bankerna och försäkringsföretagen med en begäran ”to exercise very special care when dealing with special facilities

for take-over transactions in cases where there appears to be a speculative element”.

Fem år senare, 1958, startade emellertid den uppköpsstrid som mer än någon annan kom att lägga grunden för den brittiska take-over-regleringen. Ett amerikanskt bolag, Reynolds Metal, och ett brittiskt bolag, Tube Investments, lade ett gemensamt bud på British Aluminium Ltd. men styrelsen avvisade i hemlighet budet och fann en ”vit riddare” i ett annat amerikanskt bolag, Alcoa. Utan att informera aktieägarna om saken beslutade styrelsen att rikta en mycket stor och kraftigt rabatterad emission till Alcoa. Agerandet blev emellertid känt när Reynolds/TI beslutade att vända sig direkt till aktieägarna med ett bud och kampen om British Aluminium tilldrog sig från den stunden ett enormt publikt intresse. Etablissemangen i City såg budet som en attack på ett bolagsstyrningssystem där styrelsen ansågs veta bäst och British Aluminiums rådgivare, Hambro och Lazards, gick så långt att de uppmanade andra rådgivare i City att köpa aktier i British Aluminium i syfte att blockera budet. Försvarsstrategierna misslyckades emellertid. Reynolds/TI:s ”fientliga” bud accepterades av aktieägarna i sådan utsträckning att budet kunde fullföljas.

För rådgivarna i City blev utgången av budet ett nederlag men också ett uppvaknande. ”This is the moment in City of London history”, skriver en av en av våra främsta akademiker på området, ”when financial advisers realized that hostile activity had arrived, that the Bank of England was not powerful enough to control or prevent it, and that there was money to be made in advising hostile bidders.”

Budet på British Aluminium och andra bud visade med stor tydlighet att det saknades ett sammanhållet och utvecklat regelverk om offentliga uppköpserbjudanden på den brittiska aktiemarknaden. Visserligen verkar det bland många aktörer i City ha funnits en gemensam uppfattning om vad som i olika hänseenden var ”good practice” vid takeovers – t.ex. att målbolagets aktieägare skulle behandlas lika och att målbolagets styrelse skulle agera med bortseende från sina privata intressen – men i stridens hetta glömdes den goda seden ofta bort. ”The bitterness and the division ran deep. The network of gentility and politeness broke down completely; far from keeping in touch with each other, the opposing merchant banks indulged in personal animosity and their partners literally crossed

the road to avoid each other ... when it came down to ethics and propriety, the top figures of the City, far from being in agreement, were at each others throats.”, skriver en betraktare av utvecklingen.

Från allt fler håll kom krav på att skapa någon form av kontroll över takeover-erbjudanden och institutionerna i City såg sig till slut tvungna att agera. På initiativ av the Governor of Bank of England tillsattes sommaren 1959 en arbetsgrupp med ledamöter från Issuing Houses Association, Accepting Houses Committee, Association of Investment Trusts, British Insurers Association, Committee of London Clearing Bankers och London Stock Exchange med uppdraget att ”consider what guidance could be given on the conduct of take-over bids”. Gruppens arbete resulterade redan i oktober samma år i en uppförandekod för offentliga uppköpserbjudanden med titeln ”Notes on Amalgamations of British Businesses” – ett embryo till det som sedermera blev den brittiska takeover-koden.

”The Notes” var uppbyggd i två delar. Den ena delen bestod av fyra s.k. principer, som alltid skulle respekteras i samband med offentliga uppköpserbjudanden, medan den andra delen utgjordes av vissa med principerna korresponderande mer detaljerade rekommendationer rörande förfarandet.

Principerna var kortfattade och generell hållna:

- (1) There should be no interference with the free market in shares and securities of companies.
- (2) It is for a shareholder to decide for himself whether to sell or retain his shares.
- (3) To enable him to come to a considered decision, the shareholder should have in suitable form and at the right time, all relevant information, and it is the duty of the Board of his company to make every effort to ensure that such information is provided and to give him their advice.
- (4) Every effort should be made to avoid disturbance in the normal price level of shares until the relevant information has been made available.

De mer detaljerade rekommendationerna innebar bl.a. att budgivaren alltid skulle informera målbolagets styrelse om erbjudandet, om vem budgivaren var och om vilka finansiella resurser budgivaren hade att fullfölja budet om det accepterades av samtliga aktieägare.

Vidare skulle målbolagets styrelse ges tillräcklig tid att utvärdera erbjudandet och så snart som möjligt informera aktieägarna om sin syn på budet. Ett erbjudande skulle som huvudregel omfatta samtliga aktier i bolaget eller samtliga aktier av visst slag. Partiella erbjudanden skulle endast undantagsvis få förekomma och i sådana fall alltid rikta sig till samtliga aktieägare på ”*pro rata-basis*”. Målbolagets aktieägare skulle ges tillräcklig tid för att utvärdera erbjudandet.

I media möttes the Notes överlag av positiva reaktioner. Budgivarens och målbolagets intressen ansågs ha balanserats väl. *The Economist* konstaterade att ”the authors of the Notes did not deny businessmen the right to fight out an issue but had established Queensberry rules against low hitting and butting with the head”. På minussidan noterades emellertid att reglerna var oprecisa och att efterlevnaden av dem vilade på frivillighetens grund. Tankar framfördes om att tillskapa en brittisk motsvarighet till den amerikanska övervakningsmyndigheten SEC, eller åtminstone någon form av expertkommitté, som skulle kunna övervaka takeover-marknaden.

Den höga takeover-aktiviteten under 1950-talet följdes av en, om möjligt, ännu högre aktivitet under 1960-talet. Under 1968 genomfördes 240 takeovers på den brittiska aktiemarknaden, motsvarande i genomsnitt en takeover per arbetsdag!

Kraven på lagstiftning och ett övervakningsorgan kom från allt fler håll, men den sittande labour regeringen var varken road av tanken på lagstiftning eller offentlig övervakning. Det fanns mer angelägna saker för regeringen att syssla med. Efter ett par synnerligen uppmärksammade uppköpsstrider 1967 blev det till slut oundvikligt att i vart fall skramla med lagstiftningsvapnet. Vid en middag i City i juli 1967 konstaterade premiärminister Harold Wilson att ”It is for the City to ensure that these processes are, and are seen to be, carried through in accordance with clearly formulated rules”.

Redan nästa dag meddelade London-börsen att den, efter konsultationer med the Governor of the Bank of England, hade bett the Issuing Houses Association att ännu en gång samankalla the arbetsgrupp som utarbetade the Notes. I gruppen skulle denna gång dessutom det brittiska industriförbundet (Confederation of British Industry) ingå.

Gruppen kom snabbt igång med arbetet att revidera regelverket (som på förslag av London Stock Exchange nu skulle komma att kallas en kod och den 20 september 1967 meddelade man att en över-

enskommelse nåtts om att etablera en Panel med uppgift övervaka reglernas efterlevnad. En mindre arbetsgrupp utsågs för att arbeta vidare med revideringen av regelverket och den 27 mars 1968 publicerades den första versionen av the City Code on Take-overs and Mergers. Samma dag trädde The Panel on Take-overs and Mergers i funktion.

Takeover-koden byggde både redaktionellt och innehållsmässigt vidare på the Notes. Den innehöll dels vissa generella principer, dels ett större antal mer detaljerade regler. Koden var emellertid väsentligt mer omfattande än sina föregångare.

Vad gäller den för kvällens seminarium mest intressanta frågan om målbolagsstyrelsens möjligheter att vidta åtgärder för att motverka ett oönskat, ”fientligt”, bud, fortsatte Storbritannien i koden på den väg som man slagit in på redan genom the Notes, nämligen att ”it is for a shareholder to decide for himself whether to sell or retain his shares”. Styrelsen i målbolaget skulle förhålla sig neutral och fick inte vidta några åtgärder som skulle kunna förhindra eller försvåra genomförandet av ett framlagt eller nära förestående bud. Det har också förblivit den brittiska regeln i snart 50 år.

Det är naturligtvis frestande att spekulera om vad som förklarar denna dramatiska skillnad i synen på målbolagsstyrelsens roll i För-enta staterna och Storbritannien. Det ska jag emellertid avhålla mig från ikväll. Jag går i stället snabbt vidare till att säga några ord om EU:s takeover-direktiv och om Kontinentaleuropa.

4. EU:s takeover-direktiv

I slutet av 1960-talet var Storbritannien det enda europeiska land som hade ett regelverk om offentliga uppköpserbjudanden på aktie-marknaden. Efter det att Storbritannien 1973 gått med i den europeiska gemenskapen gjorde Kommissionen, 1974, ett första försök att introducera en takeover-reglering även i övriga medlemsstater. På uppdrag av Kommissionen utarbetade den brittiske bolagsrättsprofessorn Robert Pennington – med förebild i den brittiska takeover-koden – ett utkast till EU-direktiv på området, vilket så småningom remitterades till medlemsstaterna. Intresset var emellertid obefintligt. Kontinentaleuropa hade inte någon erfarenhet av takeover bids och än mindre hostile bids. Något behov av att reglera saken på europeisk nivå fanns inte, menade man.

En bit in på 1980-talet kunde en förändrad inställning skönjas, inte minst i ljuset av en del amerikanska bud på europeiska bolag. Den definitiva vändpunkten kom 1988 när ett italienskt konsortium lett av den i Italien välkände affärsmannen Carlo De Benedetti lade ett bud på det belgiska investmentbolaget Société Générale de Belgique – ett investmentbolag som kontrollerade omkring en tredjedel av det belgiska näringslivet. Budet fick enorm uppmärksamhet och de nationella känslorna svallade i Belgien innan bolaget slutligen ”räddades” av franska intressenter.

Som en direkt reflex av budet på Société Générale de Belgique uttalade EU-parlamentet att EU måste skapa ett ”level playing field for takeovers in Europe” och satte därmed tryck på Kommissionen att lägga fram ett förslag till harmoniseringsdirektiv. Efter några mindre lyckade försök kom förhandlingarna om ett direktiv igång år 1997. Spänningen var mycket stark mellan framför allt Tyskland och övriga medlemsstater såvitt avser utrymmet för målbolagets styrelse att vidta försvarsåtgärder mot oönskade uppköpserbudanden. Tyskland ville att direktivet skulle tillåta styrelsen att, i bolagets intresse, motarbeta ”fientliga” bud, medan övriga medlemsstater stod bakom Kommissionens förslag att målbolagsstyrelsen, så som i Storbritannien, ska vara neutral och agera endast på uttryckligt mandat av aktieägarna.

Förhandlingarna pågick i många år och erbjöd allt vad man kan önska ifråga om förhandlingsspel men 2004 var saken klar. Ett kompromissförslag fick tillräcklig uppbackning för att välsignas av såväl Rådet som Parlamentet.

I den allt överskuggande frågan om försvarsåtgärder tilläts medlemsstaterna välja mellan neutralitetsmodellen och, om jag får kalla den så, den tyska modellen som tillåter försvarsåtgärder. När direktivet genomfördes i medlemsstaterna år 2006 tillämpades neutralitetsmodellen i så gott som samtliga medlemsstater utom Tyskland men numera tillhör också bl.a. Frankrike och Italien de medlemsstater som tillåter styrelse och ledning att vidta försvarsåtgärder mot oönskade uppköpserbudanden. Nya vindar blåser och jag brukar säga att hade vi förhandlat direktivet idag så hade utfallet antagligen blivit helt annorlunda.

5. Sverige

Hur ser den svenska utvecklingen ut? Jag har inte riktigt vågat mig på att försöka foga in Sverige i det här internationella mönstret. Det förekom givetvis tidigt offentliga uppköpserbjudanden här i landet. Bläddrar man i Affärsvärlden hittar man redan på 1920-talet radannonser där ett bolag erbjuder sig att förvärva alla aktier i ett annat bolag efter det att man köpt, vanligtvis, grundarens kontrollpost. Det var närmast fråga om ”uppsamlings-heat” och allt var i mycket blygsam skala.

Ägarutredningen tittade lite närmare på uppköpsaktiviteten före 1960. En indikation på hur det såg ut kan man få genom att studera antalet avnoteringar. Mellan år 1945 och 1960 avfördes bara 20 bolag från börslistan över huvud taget och endast i något fall torde det ha skett som en följd av att bolaget blivit uppköpt. Under 1960- och 1970-talet ökade aktiviteten. Under 1960-talet lades 29 bud på svenska börsbolag och under 1970-talet 38 bud. Då ökade också det mediala intresset. Betydande spaltutrymme ägnades åt Gränges bud på Metallverken, NK:s bud på Turitz och inte minst Broströms försök att köpa Götaverken. På en helsida i Dagens Nyheter efterlyste Sven-Ivan Sundquist, som vi har med oss här ikväll, ”London-regler” och bara några år senare beslutade den nyinrättade Näringslivets Börskommitté år 1971 att, med förebild i den brittiska koden, ge ut en rekommendation om offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden. Det innebar bl.a. att den brittiska neutralitetsmodellen i fråga om målbolagsstyrelsens roll skulle gälla även i Sverige.

Det första fientliga budet på den svenska aktiemarknaden brukar anses vara Beijerinvests bud på Företagsfinans år 1979. Budet lades fram helt utan föregående förhandlingar och under starkt motstånd från målbolagets sida. Då startade också en febril uppköpsaktivitet. Under 1980-talet lades inte mindre 137 bud på svenska börsbolag, varav hela 37 bud under 1988. Merparten var rekommenderade bud, men 14 bud (10 procent) var, med kvällens terminologi, fientliga. Endast fyra av dem fullföljdes.

Hur gick det sedan? Mellan år 1990 och 2015, under en 25-års period, har omkring 500 bud lagts på svenska börsbolag. En grov uppskattning är att även under den perioden var 10 procent fientliga.

Med denna bakgrund lämnar jag ordet till Erik som ska gå lite närmare in på det svenska regelverket.

Fientliga bud i den svenska takeover-regleringen

Erik Sjöman*

1. Inledning

Jag är ännu inte så till åren kommen att jag med trovärdighet kan uttala mig om hur det var förr. Låt mig därför i stället erinra något om den svenska regleringen idag.

När fientliga bud dryftas är det inte ovanligt att diskussionen helt eller huvudsakligen kommer att handla om *målbolagsstyrelsens* roll och om tillåtna respektive otillåtna motåtgärder. Detta är naturligt, men det finns också väl så intrikata och angelägna frågor som rör *budgivares* agerande i fientliga bud och budstridssituationer.

Jag inleder med att behandla målbolagsstyrelsens roll för att där- efter kort beröra budgivarperspektivet.

2. Målbolagsstyrelsens roll

Näringslivets Börskommitté (NBK) gav, som Rolf redan nämnt, år 1971 ut en *Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv i och för samgående mellan bolag*. Rekommendationen, som kom att ofta kallas *takeover-rekommendationen*, övergick år 2003 till att benämnas *regler*. Reglerna benämns numera, även officiellt, *takeover-reglerna*. Takeover-reglerna utfärdas, sedan genomförandet av EU:s takeover-direktiv år 2006, av börserna (Nasdaq Stockholm och Nordic Growth Market NGM) efter beredning av Kollegiet för svensk bolagsstyrning, som i sin tur övertagit NBK:s uppgifter.¹ Den senaste versionen trädde i kraft den 1 februari 2015.

* Advokat och delägare i Advokatfirman Vinge.

¹ Kollegiet för svensk bolagsstyrning, och tidigare NBK, har utfärdat motsvarande takeover-regler även för Nasdaq First North, AktieTorget och Nordic MTF.

Takeover-rekommendationen innehöll ursprungligen inte några bestämmelser om målbolagsstyrelsens eventuella uttalande till aktieägarna om ett uppköpserbjudande. Sedermera, i 1988 års version, påpekades att det kunde vara ”lämpligt” att målbolagsstyrelsen gav uttryck för sin syn på erbjudandet. Först i 1999 års regler infördes en bestämmelse om målbolagsstyrelsens uttalande, enligt vilken sådant uttalande blev obligatoriskt. Bestämmelsen i dess nuvarande lydelse finns i punkten II.19 i takeover-reglerna.

Om målbolagsstyrelsen bedömer att ett visst uppköpserbjudande är av ondo, eller i vart fall otillräckligt, kommer den naturligtvis att ge uttryck för den uppfattningen i sitt uttalande. I ett, i den meningen, ”fientligt” bud saknar budgivaren således definitions-mässigt målbolagsstyrelsens stöd i form av en positiv rekommendation.

Det är emellertid viktigt att observera att målbolagets inställning till ett visst erbjudande enbart är en fråga om ett uttalat *stöd* eller *icke-stöd* från målbolagsstyrelsen, till ledning för målbolagsaktieägarnas (budadressaternas) egna ställningstaganden, *inte* en möjlighet för målbolagsstyrelsen att på eget bevåg *blockera* ett bud.²

En takeover-reglering måste dock inte vara konstruerad på det sättet. I själva verket handlar det om ett grundläggande vägval för regelmakaren att göra:

Bör styrelsen kunna få blockera ett bud ”åt” aktieägarna (alternativ 1) eller bör blockeringsmöjligheten exklusivt allokeras till aktieägarna (alternativ 2)?

Alternativ 1 aktualiserar principal/agent-aspekter och frågor om målbolagsstyrelsens ansvar vid utövandet av sina befogenheter.

Alternativ 2, å sin sida, kan accentuera samordningssvårigheter på målbolagsaktieägarsidan. Det rör sig i uppköpserbjudandefallen om målbolag med spritt ägande. Med en stor och ofta till betydande

² Ett uttalande enligt punkten II.19 i takeover-reglerna utmynnar normalt i en rekommendation till aktieägarna att antingen acceptera budet eller att inte acceptera budet. Styrelsens skyldighet att uttala sin motiverade uppfattning om erbjudandet innebär dock inte att styrelsen *måste* ta ställning för eller emot erbjudandet. Det är fullt möjligt för styrelsen att inte lämna någon sådan rekommendation. Styrelsen måste dock i så fall redogöra för skälen till att erbjudandet varken tillstyrks eller avstyrks.

del okoordinerad krets av potentiella säljare kan förutsättningarna för att erbjuda ett effektivt motstånd vara dåliga. Regler som syftar till att förse aktieägarna med ett gott beslutsunderlag och säkerställa likabehandling anses i ett sådant sammanhang vara särskilt viktiga.³

Sverige har valt alternativ 2. Ett utflöde av detta är försvarsåtgärdsförbudet i 5 kap. 1 § lagen om offentliga uppköpserbjudanden (LUA). Enligt bestämmelsen får styrelsen inte vidta motåtgärder mot ett oönskat bud utan att först inhämta bolagsstämmans samtycke. Målbolagsstyrelsen tillåts alltså inte att, inom ramen för sin skyldighet att agera i bolagets och samtliga aktieägars intresse, *själv* avgöra om sådana åtgärder ska vidtas. Till skillnad från en amerikansk bolagsstyrelse (Delaware) har alltså en svensk målbolagsstyrelse ingen möjlighet att på eget bevåg välja en *'just say no' approach* och använda sig av s.k. *poison pills* för att hindra transaktionen.

Detta är ingen nyhet för svenskt vidkommande. Liksom i Storbritannien och flera andra europeiska länder gjordes vägvalet redan i samband med att de första uppköpserbjudandereglererna introducerades. Försvarsåtgärdsförbudet går tillbaka på artikel 9 i EU:s takeover-direktiv, som dock ger medlemsstaterna frihet att välja om de nationella reglerna ska innehålla ett obligatoriskt förbud eller inte.⁴

Dagens 5 kap. 1 § LUA lyder:

”1 § Om styrelsen eller verkställande direktören i ett [aktiemarknadsbolag], på grund av information som härrör från den som avser att lämna ett offentligt uppköpserbjudande avseende aktier i bolaget, har grundad anledning att anta att ett sådant erbjudande är nära förestående, eller om ett sådant erbjudande har lämnats, får bolaget endast efter beslut av bolagsstämman vidta åtgärder,

³ Det ska observeras att ovanstående är en starkt förenklad beskrivning av regelmakarens vägval och de komplexa överväganden som anknyter till dessa. Bl.a. bör ihågkommas att saken kan te sig olika beroende på om aktieägandet i ett visst målbolag är helt spritt eller om det finns en kontrollägare/kontrollägargrupp (se t.ex. Kraakman m.fl., *The anatomy of corporate law*, 2 uppl. 2009, s. 225 ff.)

⁴ Se även den i artikel 3.1 c i takeover-direktivet fastlagda principen att målbolagets styrelse ska handla med beaktande av de intressen som bolaget i sin helhet har och inte får förvägra aktieägarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet. Samma princip slås fast i de svenska takeover-reglernas inledning. Se vidare punkten II.17 i takeover-reglerna, till vilken framställningen återkommer.

som är ägnade att försämlra förutsättningar för erbjudandets lämnande eller genomförande.

Trots vad som sägs i första stycket får bolaget söka efter alternativa erbjudanden.”

I 1971 års takeover-rekommendation fanns nedanstående bestämmelse:

”5. Har ett bolag upptagit förhandlingar med ett annat bolags styrelse om offentligt erbjudande till det andra bolagets aktieägare i samgåendesyfte eller har sådant erbjudande redan lämnats, får denna styrelse icke annat än under förutsättning av bolagsstämmans godkännande vidtaga någon åtgärd i fråga om bolagets verksamhet som kan äventyra erbjudandets avgivande eller vidhållande.”

Utformningarna skiljer sig tydligen något från varandra och det samma gäller sannolikt även den faktiska räckvidden av de båda bestämmelserna. I grunden är det dock, i båda fallen, fråga om motåtgärdsförbud och ett sådant har alltså gällt i Sverige så länge takeover-regler har funnits här.

På den svenska marknaden är det mycket sällan förekommande, om än inte icke-existerande, att målbolagsstyrelser söker bolagsstämmans samtycke till försvarsåtgärder. Ett skäl för detta är att fientliga bud över huvud taget har förblivit en relativt ovanlig företeelse i Sverige. Andra skäl kan tänkas. Ett sådant kan vara tidsaspekten. För att erhålla ett bolagsstämmobeslut måste en bolagsstämma förberedas, sammankallas och genomföras. Detta tar normalt åtminstone en månad att åstadkomma. Då kan det vara för sent. Ett annat tänkbart skäl är att i en situation där styrelsen gör bedömningen att ett visst bud inte är attraktivt och bör motarbetas – och styrelsen med fog bedömer att den inställningen delas av en aktieägarmajoritet – så behövs, något tillspetsat, inga motåtgärder. Budet kommer ju ändå inte att bli framgångsrikt.⁵

⁵ Utgångspunkten här är att regleringen är utformad som den svenska, dvs. att det är aktieägarna som efter sina egna preferenser har den exklusiva möjligheten att blockera genomförandet av ett erbjudande genom att tillräckligt många inte accepterar budet.

Med utgångspunkten att målbolagsstyrelser sällan finner anledning att söka medgivande till sådana motåtgärder som kräver stäm-mobeslut, är följande fråga den i praktiken mest relevanta för mål-bolagsstyrelsen i en typisk budsituation:

*Vad får (och bör) vi göra utan att behöva inhämta stämmogodkännande?*⁶

Saken är behandlad av Aktiemarknadsnämnden i några få fall. De viktigaste avgörandena torde vara AMN 2005:47 (Skandia) och AMN 2006:55 (Scania), där bl.a. följande behandlades.⁷

2.1 Informationsgivning

Att göra en negativ inställning till erbjudandet bekant och att även i övrigt förse marknaden med information om målbolaget är inte en otillåten försvarsåtgärd. Det är en självklarhet att målbolaget och dess styrelse får, och ska, utfärda och offentliggöra styrelsens obligatoriska uttalande på det sätt som föreskrivs i takeover-reglerna (se punkterna II.19 och I.4). Likaledes självklart är att målbolaget även i en budsituation får, och ska, fullgöra sina allmänna informationsförpliktelser som börsbolag. Målbolagsstyrelsen får dock även i övrigt plädера för sin sak, vidareutveckla skälen till sin inställning och göra de ytterligare informationsinsatser som den efter omstän-

⁶ Se, beträffande vad som *är* sådana motåtgärder som kräver stämmogodkännande, t.ex. Nyström, Ohlsson, Sjöman & Skog, *Takeover-reglerna – en kommentar*, 4 uppl. 2015, 5:1.1, med hänvisningar bl.a. till lagmotiven. – I denna framställning behandlas över huvud taget inte vilka *aktiebolagsrättsliga* möjligheter och restriktioner som må gälla för målbolagsstyrelsen i hithörande avseenden.

⁷ Denna uppsats är en skriftlig version av en förenklad seminariepresentation och gör inte anspråk på fullständighet, vare sig i detta eller andra avseenden. Bland övriga avgöranden av Aktiemarknadsnämnden av intresse i sammanhanget märks följande: AMN 2004:32 (Ainax) (angående målbolagets deltagande på bolagsstämman i budgivarbolaget i egenskap av aktieägare), 2004:31 (VLT) (angående enskilda målbolagsstyrelseledamöters frihet att uttala sig), och 1988:11 (Wilhelm Becker-Kanthal Höganäs) (angående riktad emission). Även de många nämndavgörandena i anslutning till Shelton Petroleum/Petrogrand-situationen år 2014 är av intresse. Nämnden har där bl.a. uttalat att en åtgärd som i och för sig kan utgöra en otillåten försvarsåtgärd (t.ex. ett s.k. *pacman defense*, dvs. ett motbud av målbolaget på budgivaren) kan vara tillåten beroende på *när* den genomförs (i det aktuella fallet, *efter* att det första budet redan hade fullföljts).

digheterna bedömer lämpliga. Den information som lämnas förutsätts naturligtvis vara korrekt.⁸

På likartat tema har Aktiemarknadsnämnden uttalat att det inte heller är en otillåten försvarsåtgärd att ha aktiva kontakter med börserna, Aktiemarknadsnämnden, myndigheter etc. En förutsättning för att detta ska vara godtagbart är dock att sådana kontakter tas i syfte att få rättsläget eller faktiska omständigheter klarlagda eller annars är sakligt motiverade och inte vidtas endast för att störa budprocessen.

2.2 Överväga och söka alternativ till den önskade transaktionen

Redan av försvarsåtgärdsbestämmelsens ordalydelse (se 5 kap. 1 § andra stycket LUA) framgår att målbolaget får söka efter alternativa erbjudanden utan att behöva skaffa bolagsstämans samtycke till detta. Av detta måste enligt nämnden också följas att målbolaget får undersöka andra utvägar för framtiden, såsom att diskutera alternativa strukturer för ett samgående.

Numera framgår vidare uttryckligen av kommentaren till punkten II.17 i takeover-reglerna att det t.o.m. åvilar styrelsen en *skyldighet* att överväga andra alternativ och vid behov, för det ändamålet, vidta sådana åtgärder som styrelsen bedömer ligga i aktieägarnas intresse.⁹ Se, beträffande betydelsen av punkten II.17, vidare nedan.

2.3 Överväga och förbereda förslag till bolagsstämman avseende försvarsåtgärder

Aktiemarknadsnämnden har även gjort det föga förvånande klargörandet att det inte *i sig* är en försvarsåtgärd att förbereda och föreslå bolagsstämman att godkänna försvarsåtgärder. Om det förhåll

⁸ Jfr vad i börsernas emittentregelverk anförs om att information som offentliggörs av emittenten ska vara korrekt, relevant och tydlig och inte får vara vilseledande. Se också vad nämnden i anslutning härtill anför i AMN 2005:47 avseende den arbetsfördelning som enligt praxis iaktas mellan nämnden och börserna i fråga om prövningen av om innehållet i ett noterat bolags offentliggjorda information innehåller felaktigheter.

⁹ Det är alltså inte fråga om en obetingad förpliktelse att söka efter andra alternativ, utan enbart att överväga saken och vidta de åtgärder (om alls några) som bedöms ligga i aktieägarnas intresse.

sig på annat sätt vore det ju inte möjligt att inhämta sådant stämmodokännande som avses i 5 kap. 1 § LUA utan att komma i konflikt med regeln.

En annan sak är att styrelsens förberedelser och andra åtgärder även i ett sådant avseende måste vara förenliga med det övergripande kravet i den nyss berörda punkten II.17 i takeover-reglerna på att styrelsen i en budsituation ska agera i aktieägarnas intresse.

2.4 Ingen skyldighet att vidta aktiva åtgärder till underlättande av budgivarens ansträngningar

Målbolagsstyrelsen har, enligt vad nämnden klargjort, ingen ur försvarsåtgärdsförbudet härflytande skyldighet att vidta några aktiva åtgärder till underlättande av budgivarens ansträngningar. Ett målbolags vägran att medverka i verksamheter av administrativt slag som är direkt anknutna till erbjudandets genomförande är enligt nämnden inte en otillåten motåtgärd.

Således är målbolagsstyrelsen exempelvis inte skyldig att ge en potentiell budgivare tillåtelse att utföra en s.k. due diligence-undersökning av målbolaget eller medverka i upprättandet av budgivarens erbjudandehandling avseende budet. Inte heller är målbolagsstyrelsen skyldig att underlätta eller medverka i budgivarens ansträngningar att skaffa erforderliga myndighetstillstånd, t.ex. från konkurrensmyndigheter.

Detta är konstateranden av stor praktisk betydelse och avser frågeställningar som flitigt diskuteras i målbolagsstyrelser, även i budsituationer som måhända inte är att beteckna som fientliga i snäv mening.

I ett budgivarperspektiv anses det typiskt sett vara angeläget att erhålla i vart fall tre saker från målbolaget:

- (i) *Rekommendation/stöd* för erbjudandet.¹⁰
- (ii) Tillträde till *due diligence-undersökning* inför erbjudandets offentliggörande.
- (iii) Viss *assistans*, företrädesvis i fråga om upprättande av ansökningar om myndighetstillstånd och utformningen av erbjudandehandlingen.

¹⁰ Se vidare, beträffande önskemål om s.k. *deal protection*-arrangemang, nedan avsnitt 3.

Av Aktiemarknadsnämndens ovannämnda avgöranden följer att målbolaget kan neka allt det ovanstående utan hinder av försvarsåtgärdsförbudet i 5 kap. 1 § LUA.¹¹ Detta ger i praktiken målbolagsstyrelsen ofta en naturlig plats vid förhandlingsbordet trots att ett uppköpserbjudande rättsligt sett är en angelägenhet mellan budgivaren och erbjudandets adressater, dvs. målbolagets aktieägare, och således inte involverar målbolaget som part.¹² Målbolagsstyrelsens *de facto*-roll i sammanhanget aktualiserar därmed likartade regleringsöverväganden som när målbolagsstyrelsen ges en fullödig blockeringsmöjlighet (jfr de ovan berörda alternativen 1 och 2).¹³ Det är mot denna bakgrund regeln i punkten II.17 i takeover-reglerna ska ses. Bestämmelsen, som går tillbaka på en av takeover-reglernas och takeover-direktivets grundläggande principer,¹⁴ infördes så sent som 2009 och har sedan dess följande lydelse:

”II.17 Styrelsen i målbolaget ska i frågor relaterade till erbjudandet agera i aktieägarnas intresse.”

Vid överväganden rörande målbolagsstyrelsens handlingsfrihet i en fientlig budsituation är det väsentligt att observera att det förhål-

¹¹ En annan sak är ett målbolag under vissa omständigheter kan bli förelagt av t.ex. en konkurrensmyndighet att lämna upplysningar. Här diskuteras emellertid enbart relationen mellan målbolaget och budgivaren.

¹² I vissa fall kan budgivare t.o.m. vara förhindrade, pga. statuter eller liknande, att genomföra fientliga uppköpserbjudanden, se t.ex. omständigheterna i AMN 2010:16 (AcadeMedia). I många andra fall, åter, kan budgivare på goda grunder vara obenäga att gå vidare med ett uppköpserbjudande om det måste ske utan föregående due diligence-undersökning och utan stöd och assistans från målbolagsstyrelsen.

¹³ Se t.ex. Kraakman m.fl., a.a., s. 235 f. – Se, beträffande målbolagsstyrelsens ställningstaganden till önskemål om tillträde till due diligence-undersökning, vidare punkten II.20 i takeover-reglerna. Även i en situation där styrelsen inte är obetingat negativ till en viss föreslagen budtransaktion erfordras noggranna överväganden. Se härom bl.a. Nyström & Sjöman, *Aktieägarnas intresse, målbolagsstyrelsens ansvar?* Svernlöv, C. (red.), Aktieägares rättigheter, Stockholm Centre for Commercial Law, 2009, med vidare hänvisningar.

¹⁴ Takeover-reglernas inledning: ”Målbolagets styrelse ska handla med beaktande av de intressen som bolaget i sin helhet har och får inte förvägra värdepappersinnehavarna möjligheten att ta ställning till erbjudandet”. Se, likalydande, artikel 3.1 c i takeover-direktivet. – Frågan om till vilka intressen målbolagsstyrelsens förpliktelser i en budsituation bör vara knutna är ibland rättspolitiskt omdebatterad. Denna framställning behandlar enbart gällande rätt.

landet att en viss åtgärd eller nekad åtgärd inte kommer i konflikt med 5 kap. 1 § LUA *inte* automatiskt innebär att den också är förenlig även med takeover-reglerna och god sed. I AMN 2006:55 (Scania) konkluderade visserligen nämnden *dels* att de där diskuterade assistansåtgärderna fick nekas utan hinder av 5 kap. 1 § LUA, *dels* att ett sådant förhållningssätt i övrigt var förenligt med god sed på aktiemarknaden. Ageranden av målbolagets styrelse i en budsituation måste likväl numera även prövas mot punkten II.17 i takeover-reglerna.

Ett relativt nyligt exempel på detta är AMN 2014:32 (Shelton Petroleum) där nämnden först prövade om vissa åtgärder var otillåtna försvarsåtgärder, vilket besvarades nekande, men där nämnden sedan även prövade saken med utgångspunkt i punkten II.17 och uttalade kritik. Det föreföll enligt nämnden sannolikt att målbolagets åtgärder ”åtminstone haft som bisyfte att motarbeta [budgivarens] försök att genom aktieförvärv uppnå inflytande i och ytterst ta kontroll över [målbolaget], låt vara att åtgärderna inte kunde anses vara försvarsåtgärder i LUA:s mening”.

Även beträffande sådant som målbolagsstyrelsen får göra utan att fråga bolagsstämman, måste kostnaderna alltid hålla sig inom det skäligräns.^{15, 16}

3. Budgivarens agerande

Inledningsvis konstaterades att spørsmål om *budgivares* agerande i en fientlig situation eller en budstridssituation kan vara nog så intrikata som frågor rörande *målbolagsstyrelsens* roll och motåtgärder.

¹⁵ Se bl.a. AMN 2006:55 (MAN– Scania) och 2007:10 (Scania) och numera även kommentaren till punkten II.17 i takeover-reglerna.

¹⁶ Göran Nyström har på flera ställen i litteraturen berört målbolagsstyrelsens roll i uppköpsituationer. Se bl.a. Nyström & Sjöman, *Den svenska takeover-regleringen – ett samspel mellan regelnakaren och Aktiemarknadsnämnden*, Aktiemarknadsnämnden 25 år, 2011, s. 93 ff. (även i en uppdaterad, engelskspråkig version: *The Regulation of Takeovers in Sweden: An Interplay Between the Rulemaker and the Takeover Panel*, German and Nordic perspectives on Company Law and Capital Markets Law, 2015), Nyström & Sjöman, *Aktieägarnas intresse, målbolagsstyrelsens ansvar?*, och Nyström, Ohlsson, Sjöman & Skog, *Takeover-reglarna – en kommentar*, II.17, II.17a, II.19 och II.20, i samtliga fall med vidare hänvisningar.

Uppköpserbjudanderegulverket bildar sammantaget ett skyddsnät av bestämmelser till värn för målbolagsaktieägarnas intressen i en budsituation, fientlig eller inte.¹⁷ I så måtto kan i princip samtliga regelverkets bestämmelser rörande budgivarens agerande vara av relevans, och ibland också särskilt ställas på sin spets, i samband med fientliga bud och i budstridssituationer.

Om någon fullödig redovisning av vad en budgivare har att hålla sig till i en budsituation blir här inte fråga.¹⁸ Dessutom kommer ett par av de följande inläggen att beröra vissa budgivaraspekter. Därför nöjer jag mig med att, utan anspråk på fullständighet, ur nämndens praxis och ur regelverket ge några spridda exempel som kan vara av särskilt intresse när det gäller fientliga eller konkurrerande bud.

3.1 Att försätta en budkonkurrent i insiderposition genom opåkallad informationspådyvling

Det inte förenligt med god sed på aktiemarknaden att som budgivare eller budpretendent försätta en budkonkurrent i insiderposition genom opåkallad informationspådyvling. I AMN 2004:09 (Hoist) anförde nämnden följande.

”Enligt Aktiemarknadsnämndens mening kan det inte anses vara ett godtagbart stridsmedel vid konkurrerande offentliga erbjudanden att utan begäran lämna information till en konkurrent i syfte att försätta konkurrenten i en insiderposition och hindra denne från att förvärva aktier i målbolaget och att därigenom även påverka kursbildningen i målbolagets aktier. Ett sådant förfarande gagnar inte aktieägarna i målbolaget och måste anses vara stridande mot god sed på aktiemarknaden. [---]

Det inträffade understryker vikten av att aktörerna i en situation som den förevarande noga överväger konsekvenserna av informationslämnande till en motpart och särskilt iakttar försiktighet

¹⁷ Regelverket syftar också till att mera övergripande befordra förtroendet för aktiemarknaden.

¹⁸ Utanför framställningen faller således bl.a. frågor om indikativa bud, kravet på att i förväg ha skaffat finansiering för bud och budhöjningar, uppställande och frånfallande av fullföljandevillkor, återkallelse av erbjudanden, olika vederlagskonstruktioner, för-, sido- och efteraffärer, budplikt, erbjudandehandlingens innehåll etc.

med indikationer på framtida agerande, så att inte informationsgivningen framstår som ett otillbörligt medel i budstriden.

Nämnden vill emellertid i detta sammanhang också konstatera att den som mottagit insiderinformation som han inte begärt och som inte lämnats i förtroende normalt måste kunna häva insiderpositionen genom att själv offentliggöra informationen, eftersom handelsförbudet inte är tillämpligt när informationen nått offentligheten (jfr SOU 1994:68 s. 30).”

3.2 Att förändra målbolagets styrelse i syfte att förhindra ett välgrundat styrelseuttalande

Det inte förenligt med god sed på aktiemarknaden att som ägare – budgivare eller inte – i en budsituation ta initiativ till att förändra målbolagets styrelse i syfte att förhindra att ett välgrundat uttalande av målbolagsstyrelsen framförs. Dock måste enligt nämnden en stor aktieägare i målbolaget – oavsett om denne är budgivare eller inte – även efter ett offentligt erbjudande ha möjlighet att initiera en ändring av målbolagsstyrelsens sammansättning, om den bedöms vara av stor affärsmässig betydelse för målbolaget.

Principen uttalades i AMN 2002:20 (Kaupthing–JP Nordiska) och därefter bl.a. i AMN 2009:14. Se vidare de många nämndavgörandena i anslutning till Shelton Petroleum/Petrogrand-situationen år 2014, där principen upprepades och saken belystes ur olika synvinklar.

3.3 Snabba vändningar på bekostnad av aktieägarnas intresse av erforderlig tid att agera

En av de grundläggande principer som takeover-reglerna, och takeover-direktivet, vilar på är att målbolagsaktieägarna ska ges ”tillräcklig tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut om erbjudandet”. Principen rymmer två närbesläktade, skyddsvärda intressen: *dels* att målbolagsaktieägarna ska få ett gott beslutsunderlag i sak, *dels* att de ska få tid att ta till sig informationen. Många av bestämmelserna i takeover-reglerna går tillbaka på denna princip. I 1971 års takeover-rekommendation framhölls att rekommendationens främsta syfte var att förbättra målbolagsaktieägarnas beslutsunderlag. Tidsaspekten är också en fråga om likabehandling – den som har resurser att kontinuerligt bevaka och snabbt analysera och

agera på informationsflödet har bättre förutsättningar att ta tillvara sina intressen även när det är kort om tid. Även likabehandling föreskrivs som en grundprincip i takeover-reglerna och -direktivet.

I AMN 2004:30 (Song), som handlade om en budstridssituation, konstaterade Aktiemarknadsnämnden att det av grunderna för takeover-regleringen fick anses följa att en budgivare vid ändringar av villkoren i ett erbjudande har att tillse att aktieägarna får skälig tid att överväga det ändrade erbjudandet och att detta måste anses särskilt viktigt i en situation med konkurrerande erbjudanden.

Sedermera infördes i punkten II.9 i takeover-reglerna ett krav på att det efter en revidering (företrädesvis en höjning) av ett erbjudande måste återstå minst två veckor av acceptfristen.

Ett annat utflöde av samma princip är regeln i punkten II.8 om att en målbolagsaktieägare har rätt att återkalla gjord accept inom minst fem arbetsdagar från offentliggörandet av en tilläggserbjudandehandling. Den i EU-prospektreglerna föreskrivna tvådagarsfristen har bedömts vara för kort för att tillförsäkra målbolagsägarna tillräcklig tid att kunna fatta välgrundade beslut. Fler exempel finns.

3.4 Publika taktikuttalanden som budgivaren inte står fast vid

Det är inte förenligt med takeover-reglerna att som budgivare kommunikationsmässigt taktisera genom att – i budstrid eller annars – göra publika uttalanden som budgivaren sedan inte står fast vid.

T.ex: ”Vi kommer under inga omständigheter att höja budet eller frånfalla villkoret om 90 procents anslutning. Take it or leave it!”

Vid ett sådant förbehållslöst uttalande är budgivaren bunden. Marknaden ska kort sagt kunna lita på vad budgivaren säger.

Såvitt avser budgivares uttalanden i budsammanhang regelfästes principen så sent som år 2015 genom en ny bestämmelse i punkten II.2 i takeover-reglerna:

”II.2 En budgivare som tillkännager att budgivaren kommer eller inte kommer att agera på ett visst sätt med avseende på sitt erbjudande är bunden av detta om tillkännagivandet är ägnat att skapa en befogad tillit på marknaden.”

Bestämmelsen är ett utflöde av den allmänna aktiemarknadsprincipen att man inte utan vidare får avvika från en avsiktsförklaring som getts till känna för aktiemarknaden.¹⁹ Regeln går också tillbaka på den i takeover-reglernas inledning, och i takeover-direktivet, angivna principen att ”marknaderna för värdepapperen i målbolaget, bolaget som lämnar erbjudandet eller något annat bolag som berörs av erbjudandet inte [får] otillbörligen påverkas, så att kursen på värdepapperen stiger eller faller på ett konstlat sätt och marknadernas normala funktionssätt snedvrids”.

3.5 Hot om avnotering

Det inte förenligt med god sed på aktiemarknaden att hota om avnotering i syfte att sätta press på aktieägarna att acceptera ett svalt mottaget bud. Principen återkommer flera gånger i Aktiemarknadsnämndens praxis, se t.ex. AMN 2004:29 (VLT), 2005:46 (Old Mutual–Skandia), 2010:15 (Ledstiernan) och 2013:44 (Apriori–SBC).²⁰

3.6 Budrelaterade arrangemang

Budgivare som velat tillskansa sig s.k. *deal protection* från målbolaget i syfte att hålla budkonkurrenter på avstånd har under en följd av år mött motstånd. Vad som här avses är åtaganden som innebär att målbolaget under vissa omständigheter belastas med kostnader (s.k. *break fees*) eller att målbolagsstyrelsens handlingsfrihet i budsituationen kringskärs (exklusivitetsåtaganden m.m.), inte sällan intagna i s.k. transaktionsavtal.

Företeelsen har aldrig varit särskilt vanlig i Sverige, men transaktionsavtal och liknande har ändå förekommit i ett inte obetydligt antal budsituationer. Tillåtligheten av sådana arrangemang kom aldrig att prövas av Aktiemarknadsnämnden i något offent-

¹⁹ Se, i tiden före den nuvarande regelns införande, t.ex. AMN 1999:14 (Ratos) – vari hänvisas till AMN 1997:01 (Trustor–Kanthal), 1994:04 (Volvo–BCP) och 1990:04 (Burlövs kommun–Exab) – samt 1999:22 (Frontline), 2005:47 (Old Mutual–Skandia), 2013:11 (Arctic Paper–Rottneros) och 2014:38 (Lexmark–ReadSoft).

²⁰ Att standardmässigt upplysa om budgivarens avsikt att verka för avnotering av aktierna i händelse av uppnått ägande överstigande 90 procent av aktierna och påkallad inlösen av återstående aktier, möter naturligtvis inte hinder.

liggjort avgörande. När den nuvarande punkten II.17 infördes i takeover-reglerna år 2009 inkluderades uttalanden av innebörden att målbolagsstyrelsen måste se till att eventuella åtaganden från målbolaget av aktuellt slag inte bara var förenliga med gällande rätt utan också låg i aktieägarnas intresse. Skrivningarna skärptes sedermera för att till slut, i februari 2015, utmyнна i ett förbud mot s.k. budrelaterade arrangemang. Bestämmelsen, som finns i punkten II.17a i takeover-reglerna, utformades efter förebild i det förbud som infördes i den brittiska takeover-koden år 2011.

Regeln är utformad som ett förbud riktat till målbolaget att gentemot budgivaren binda sig till sådana arrangemang som avses i regeln, men fungerar i praktiken i första hand som ett besked till budgivaren att denne normalt inte kan avkräva målbolaget sådana förpliktelser som avses i bestämmelsen.

Det kan tyckas självklart att målbolagsstyrelsen i en fientlig situation inte är villig att göra några åtaganden till underlättande av den transaktion som budgivaren önskar genomföra. Det förekommer dock att, företrädesvis utländska, parter vill sätta press på målbolagsstyrelser med argumentet att styrelsen under vissa omständigheter skulle vara skyldig att acceptera sådana åtaganden eller att det i vart fall kan innebära en ansvarexponering att neka. Med det numera införda förbudet torde det stå klart att ett skyldighetsargument saknar bärkraft.²¹

Aktiemarknadsnämnden får dock meddela dispens från förbudet. I kommentaren till förbudsregeln uttalas bl.a. att dispensskäl kan tänkas föreligga i situationer där arrangemanget avses ”*förbättra snarare än försämra utsikterna till en konkurrensutsatt erbjudandesituation*”. Någon sådan dispens har ännu inte beviljats, eller ens sökts, i något hittills offentligt ärende.

Regeln är regleringsteoretiskt svår och mångfacetterad.²²

I sammanhanget kan även nämnas att en budgivare inte utan målbolagsstyrelsens samtycke får vända sig till medarbetare i mål-

²¹ En praktisk konsekvens av begränsningarna i möjligheten att erhålla *deal protection* från målbolaget är att de accentuerar intresset för en budgivare, som redan i förväg vill förbättra förutsättningarna för en framgångsrik transaktion, att söka stöd från stora aktieägare i målbolaget och kanske t.o.m. erhålla förhandsacceptåtaganden (s.k. *irrevocables*) från dessa.

²² Se, beträffande de problem som kan vara förenade med att ett regelverk i olika avseenden är mer tillåtande i förhållande till konkurrerande budgivare än i förhållande till den första budgivaren, Kraakman m.fl., a.a., s. 236 ff.

bolaget för att, innan erbjudandet har fullföljts, erbjuda bonusarrangemang eller liknande.²³ En budgivare ska som utgångspunkt inte kunna tillskansa sig lojaliteter eller annars påverka eller störa målbolagssidan innan det står klart att övertagandet blir av.

3.7 Att kasta sand på de andra barnen i sandlådan

Det är naturligt att kommunikations- och samarbetsklimatet kan vara frostigt i en fientlig budsituation, låt vara att fientlighetsterminologin ibland bidrar till en felaktig föreställning om att situationen *måste* vara infekterad och bråkig bara därför att aktörerna har olika uppfattningar i sak.

I samband med Old Mutuals bud på Skandia lät sig situationen dock förmodligen rätteligen beskrivas som, just, infekterad. Parterna klandrade varandra för än det ena, än det andra. Aktiemarknadsnämnden kom att hamna i skottlinjen. I AMN 2005: 47 (Skandia) uttalade så nämnden:

”Det kan inte ankomma på Aktiemarknadsnämnden att bedöma i vad mån båda parter eller endast någon av dem kan lastas för den brist i kommunikationerna som detta liksom flera andra uppgifter som framkommit genom skriftväxlingen ger uttryck för. Mot bakgrund av de motstridiga uppgifter som företagen lämnat om kontakterna dem emellan skulle detta kräva en ingående utredning omfattande bl.a. förhör med flera av de inblandade rådgivarna. Nämnden begränsar sig till att konstatera att denna kommunikationsbrist i en angelägenhet av stor betydelse för aktieägarna som gäller utomordentligt stora värden är oacceptabel och riskerar att försvaga förtroendet för aktiemarknaden.

I detta sammanhang vill nämnden också erinra om vad som sägs i inledningsavsnittet till NBK:s regler om att var och en som uppträder som aktör i en budprocess – budgivare och aktieägare i budgivarbolaget, målbolagets styrelse och ledning liksom målbolagets aktieägare och medverkande rådgivare i budprocessen – måste ansvara för att inga åtgärder vidtas som kan äventyra förtroendet för aktiemarknaden. Vissa av de inslag i den nu pågående budprocessen som behandlas i detta uttalande och i nämndens uttalande

²³ Se kommentaren till punkten II.17 i takeover-reglerna och, dessförinnan, AMN 2007:15 (IBM– Telelogic) och 2007:25.

AMN 2005:46 inger enligt nämndens mening från denna synpunkt betänkligheter.”

Utan att ta närmare ställning till vem som kunde lastas utdelade nämnden alltså en generell knapp på näsan till alla inblandade aktörer; även i en fientlig budsituation har aktörerna ett gemensamt ansvar för att saken inte utvecklar sig på ett sätt som äventyrar förtroendet för aktiemarknaden.²⁴

På liknande tema vidtog Aktiemarknadsnämnden år 2014 den unika åtgärden att i ett brev till båda parter i striden mellan Shelton Petroleum och Petrogrand konstatera att deras agerande överskridit gränsen för vad som kunde anses godtagbart för marknadsnoterade företag, att den pågående konflikten och parternas åtgärder inom ramen för denna skadat förtroendet för aktiemarknaden och att skadan kunde komma att förvärras om konflikten förlängdes.²⁵

4. Avslutning

Göran Nyström har varit rådgivare i en lång rad fientliga bud och budstridssituationer. Ovanstående sammanfattning illustrerar några av de många svåra frågor och avvägningar som kan behöva hanteras i sådana sammanhang. Som en röd tråd genom Görans gärning går hans känsla för och strävande efter att – med väl avvägda, konstruktiva lösningar och gott omdöme – finna vägar fram till en transaktion som parterna känner sig nöjda med. Med sådana som Göran är vår självregleringsmodell och välutvecklade takeover-reglering i goda händer.

²⁴ Se, beträffande rådgivares roll, Nyström, Ohlsson, Sjöman & Skog, *Takeover-reglerna – en kommentar*, not 2 till takeover-reglernas inledning.

²⁵ Se Aktiemarknadsnämndens verksamhetsberättelse för år 2014.

Några reflektioner kring fientliga bud

*Sven-Ivan Sundqvist**

Rolf bad mig för en tid sedan att reflektera över takeovers och fientliga bud i svenska börsföretag. Jag tvekade eftersom auditoriet är så kunnigt och journalisten är så ytlig. Men det är ju sant att jag varit med, jag skrev mina första artiklar i Dagens Nyheter när Göran Nyström just påbörjat sina juridiska studier, så här står jag.

1. Spelregler för fusioner krav efter Stab – Tarkett: Sverige behöver London-regler

1970 började det. Svenska tändsticksbolaget köpte då familjen Wehtjes kontrollpost i Tarkett. Men något bud kom inte. Jag, som råkade äga Tarkett-aktier, funderade över varför jag inte fått något bud på mina B-aktier och konsulterade utlandschefen i Handelsbanken, Jan Ekman, som brukade ge mig kloka råd. Han gav mig tipset att åka till London och besöka City Panel on Takeovers and Mergers. Jan menade att Panelen i fråga om regleringen av offentliga uppköpserbudanden låg före oss i Sverige, och att jag borde ta reda på hur de engelska spelreglerna såg ut.

Jag åkte till London för att lära mig, och lärde mig också om, god engelsk sed på aktiemarknaden. Men, sa jag i London, vad jag lärt mig kunde jag ju inte skriva i min tidning, då skulle det ju låta som att jag misstrodde moralen hos de svenska budgivarna.

– *Ten per cent are criminals*, svarade representanten för Panelen. Det gav mig lite råg i ryggen att ta med mig mina lärdomar hem till Dagens Nyheter och argumentera för att Sverige behövde London-regler. Resultatet blev bl.a. en artikel som publicerades i Dagens Nyheter den 30 november 1970 med titeln *Spelregler för fusioner krav efter Stab-Tarkett*.

* Tidigare ekonomijournalist i Dagens Nyheter, grundare av SIS Ägarservice.

2. Det första fientliga budet: Beijerinvest – Företagsfinans

Det första fientliga budet var jag också med om. I några anteckningar från den tiden från ett bakgrundssamtal för ett porträtt på Anders Wall som inte kom att publiceras citerar jag:

Måndag morgon den 1 oktober 1979 ringde Beijerinvests VD Anders Wall ett privatsamtal till Åke Ståhlbrandt bosatt i Skåne.

– Jag vill bara tala om för dig att om någon timma offentliggör vi ett takeover-bud på samtliga aktier i Företagsfinans, sa Anders Wall.

I andra ändan av luren blev det tyst. Det här var något förre Trelleborgschefen och Företagsfinans ordförande Åke Ståhlbrandt aldrig varit med om. Och ingen annan i Sverige heller för den delen.

Anders Walls bud var nämligen Sveriges första ”fientliga” takeover-bud.

Budet mottogs kyligt av ”kapitalmaffian” i Skåne. Företagsfinans kontrollerades av ett antal skånska börsnoterade företag. Dessa företag kom genast med ett konkurrerande bud riktat till samtliga aktieägare utom Beijerinvest som strax före sitt bud hade köpt upp en post aktier i Företagsfinans. Detta tilltag, att exkludera Beijerinvest, bröt i och för sig mot börsreglerna och ledde till att de skånska företagen bötfälldes av börsstyrelsen i Stockholm.

Herr Walls framfart rörde om i grytan. Nu i efterhand kan jag ärligt berätta att jag tyckte om Anders Walls framfart. Här grundläggs hans rykte som klippare, som en överraskningarnas man – att ingenting var heligt för honom.

3. De fientliga buden som aldrig blev av

Ett annat minne att dela är en lunch i London med Theodor ”Tedde” Jeansson och Fredrik ”Figge” Roos. De berättade om ett fientligt bud som aldrig blev av. Jag känner mig övertygad om att det budet var seriöst, och inte någon lek – de planerade ett bud på Volvo.

Helt överraskande skulle PG Gyllenhammar få läsa annonser i dagspressen, helsidor, om att ett bud lagts på samtliga aktier i Volvo. Annonserna var redan bokade. Men det hela rann ut i sanden. Det

var väl för magstarkt. Volvo tror jag då var värt två miljarder kronor – idag 231 miljarder.

Detta Volvo-bud kan illustrera alla fientliga bud som inte har lagts genom åren och som vi i princip inte kommer att få reda på. Det är ju inget man vill berätta om eftersom fientliga bud kanske inte alltid är så snyggt. Vuxna ska ju rimligen kunna tala med varandra.

Jag var säkert med om ett 50-tal andra uppköps-scener, fredliga och fientliga, under min tid på Dagens Nyheter 1970–1995. Idag minns jag egentligen inte om det var speciellt märkvärdigt, men förmodligen var det hyggligt upphetsad stämning vid ett vanligt bud, och rejält upphetsat vid ett fientligt.

4. Lundberg och Handelsbanken

Under det senaste kvartssekket har jag inte varit i rampljuset och har därför inte haft samma insyn. Men låt mig ändå fundera över om det finns något fientligt, kanske besläktat med fientliga bud, i närtid. Det finns ett fall, inte ett fientligt bud men väl med fientliga inslag, både under och över bordet. Jag tänker på Handelsbanken, på Industrivärden och på Lundbergs.

2015 skapade en morgontidning med hundra artiklar en maktstrid i Handelsbankssfären. Innan var det hyggligt lugnt och stilla. Efter var det hela havet stormar. Kan man tolka allt detta med det vokabulär vi använt idag? I Handelsbanken var korsägandet stort och långsamt men stadigt ökade Lundbergs andel i Industrivärden. Ett halvdussin institutioner som intrigerade (och jag menar här inte att det är något negativt med att intrigera), och som sedan med en tidnings hjälp skapade en förändrad ägarsituation. Tjänstemän mot en obelånad miljard och i slutändan en ny sfär: SHB-Lundbergssfären, eller kanske Lundberg-sfären.

Jag leker ibland med frågan om vad som händer i en konflikt mellan Handelsbankens tjänstemän och Fredrik Lundberg. Om institutionerna samlas kring en av parterna bestämmer institutionerna utfallet. Om de delar sig bestämmer småspararna.

Så resonerar en erfaren och samtidigt maktyrkesskadad före detta ekonomijournalist.

Gustaf Douglas vars memoarer jag läst med stort intresse och inte så lite beundran är ett annat aktuellt fall. Ett praktikfall med sfärtillväxt från noll till 40–50 miljarder i eget kapital. Här finns det inte mycket av fientliga uppköp. Så heter memoarerna också *Med blicken på stigen*.

Takeover-reglering och avtalsfrihet

*Peter Bäärnhielm**

Från en blygsam början på 1970-talet, som speglade enklare förhållanden på aktiemarknaden och mycket lägre aktivitet, har regelverket kring takeovers utvecklats högst väsentligt, både till omfattning och komplexitet, såväl inom den svenska självregleringen som under senare år, genom EU-rätten.

Från att ursprungligen omfattat ett begränsat antal regler med fokus på informationsgivning och likabehandling av aktieägare har regelverket nu svällt ut till att träffa en mängd förhållanden som har en långtgående inverkan på hur en budgivare kan utforma den affär han vill göra och hur han förbereder sig för att ta steget.

Rent allmänt kan man utgå ifrån att en potentiell budgivare som är beredd att ta på sig den utmaning (risker och möjligheter) som det innebär att lägga ett publikt bud är angelägen att, så långt möjligt, säkerställa:

- att han har all relevant information för att kunna utvärdera målbolaget, samt
- att, när han väl är i marknaden, har så stor ”deal certainty” som möjligt, dvs. har så stor sannolikhet som möjligt att nå framgång.

Målbolaget och dess ägare har å ena sidan ett intresse av att pris-höjande köpintresse kommer till marknads kändedom, som alla vet med, oftast omedelbar effekt på kursen, men också av att kursen på målbolagets aktie inte manipuleras av illa underbyggda bud med begränsade möjligheter till framgång.

Slutligen har marknaden, för att vara effektiv, ett övergripande intresse av att de olika intressena balanseras på ett bra sätt.

Som regelverket utvecklats under nu snart 50 år har de ursprungliga portalprinciperna om informationsgivning och likabehandling fortsatt att utgöra stommen och gradvis byggts ut i flera detaljer

* Chef inom Corporates och Institutions på Danske Bank, Sverige.

medan budgivarens möjligheter, grundade på principen om avtalsfrihet, att förbereda och utforma sitt bud på ett tillfredställande sätt – i perspektivet av en väl fungerande marknad – förtydligats, även när det resulterat i inskränkningar² och förbättrats, t.ex. i fråga om målbolagets möjligheter att medverka till due diligence.³

Sen jag första gången kom i kontakt med de här frågorna, på det tidiga 1990-talet som biträdande jurist till Göran, har jag haft förmånen att ta del av Görans erfarenhet och fenomenala förmåga att se den rimliga balansen mellan affären och regelverket. Vi har brottats med detta tillsammans i NBK och AMN under de senaste 25 åren och jag har, oavsett i vilket sammanhang jag själv varit i kontakt med en transaktion, alltid sökt Göran för hans balanserade och insiktsfulla råd och synpunkter.

De flesta av de förändringar vi sett i reglerna har, trots allt, varit organiska till sin karaktär. Det har handlat om små och gradvisa ändringar som svar på mindre störningar i en i övrigt väl fungerande marknad. Några förändringar har synbarligen haft starka politiska förtecken, såsom t.ex. EU:s regler om budplikt. Utmaningen med det som kommer till oss genom EU är ju att vi inte vet om reglerna är resultatet av politiska kompromisser kring helt andra frågor, t.ex. en kohandel om mjölksubsidier i någon medlemsstat.

Med ökande budaktivitet på marknaden, över tiden mycket förändrade investerarbeteenden (stora förändringar i ägarkretsen direkt efter budet, ”sista minuten inlämning”) och nya typer av investerare, t.ex. hedgefonder, vars filosofi är att tvinga fram budhöjningar, har riskerna för en potentiell budgivare ökat.

För att våga ta steget vill budgivaren i förväg binda upp ägare och målbolag så långt som det är möjligt och säkerställa att han inte, bara genom att vara först, blir en ”stalking horse” för konkurrerande budgivare och hedgefonder. Här har, under inflytande av internationella förebilder, målbolagets styrelse på senare år kommit att ta en allt aktivare roll som ”motpart” till potentiella budgivare.

² Nämnden tog i uttalandet AMN 2000:20, rörande Industrikapitals återtagna uppköpserbjudande avseende Perstorp, ställning till flera frågor om villkor och bundenhet vid uppköpserbjudanden. Härigenom och genom efterföljande kodifieringar i regeltexten har regelverket kring olika slags fullföljandevillkor utvecklats på ett konstruktivt sätt.

³ Den år 2003 introducerade regeln rörande målbolagets deltagande i due diligence-undersökningar avseende målbolaget är, enligt min mening, ett annat exempel på konstruktiv regelutveckling.

Styrelser har naturligtvis, i en svensk miljö, inget mandat att förhandla som ”ägare”, men har genom sin kontroll över due diligence-processen och styrelserekommendationen de facto kommit att få en förhandlingsposition och ännu mer så genom introduktionen av s.k. transaktionsavtal där målbolagets styrelse, genom längre gående åtaganden t.ex. kring att inte aktivt söka konkurrerande budgivare, att inte ändra sin rekommendation annat än under vissa förhållanden och att betala break fees, har kunnat ytterligare ”stärka” sin roll i prisförhandlingen och därigenom verka som en positiv kraft i processen med att få fram bra bud till ägarna.

Jag tycker inte man kan påstå att denna utveckling haft märkbart negativa konsekvenser för marknadens funktionssätt. Tvärtom tycks det finnas skäl att fortsatt fundera på om vi är betjänta av det, i princip, totala förbud som nu införts med förebild i den engelska koden.

En del av de förändringar vi sett i regelverket kring publika bud, bl.a. i fråga om möjligheten att ingå transaktionsavtal, och den debatt som föregått dessa förändringar, har ju mer uttalat haft sin utgångspunkt i den allmänna opinionen och politiska överväganden i Storbritannien kring att det har blivit för enkelt för ”fientliga budgivare” att ta över brittiska målbolag och att kortsiktiga investerare haft för stort inflytande över utgången i fientliga bud.⁴

Det svenska regelverket har av tradition influerats av den engelska takeover-koden, vilket i allmänhet varit av godo när det styrts av principiella och tekniska överväganden syftande till att skapa och upprätthålla en effektiv marknad där, enligt mitt förmenande, principen om avtalsfrihet är en viktig beståndsdel. Kanske finns det skäl att nu bli lite mer försiktig med regelförändringar som grundas på andra överväganden.

⁴ Amerikanska mat- och godisjätten Krafts bud på den London-noterade chokladtillverkaren Cadbury 2010.

Finns det fientliga bud?

*Jan Lombach**

Göran,

Det var år 1987 som du anställde mig vid Juridiska Centralen på SE-Bankens huvudkontor och året därpå startade vi Enskilda Juridik med dig som chef.

Jag måste få berätta hur anställningen gick till. Jag hade blivit kallad till intervju med Göran och chefsjuristen i banken Evert Skogsberg. Jag var ung och nervös och sa absolut inte ett enda ord under hela intervjun. Men Göran pratade desto mer och ett par timmar efter intervjun ringer Göran upp mig och säger: ”Du, det var en fantastiskt bra intervju vi hade, så vi vill gärna anställa dig”. Och så blev det.

På Enskilda kunde man på den tiden lära sig allt om kapitalmarknadsjuridik. När jag funderade på vad jag skulle prata om idag så tänkte jag först att jag skulle berätta om allt Göran lärde ut, men insåg snabbt att mina tilldelade tio minuter var alldeles för kort tid för att hinna med det. Då tänkte jag att jag i stället skulle berätta om det jag tillgodogjorde mig, men insåg lika snabbt att mina tilldelade tio minuter var alldeles för lång tid.

Ämnet för dagens seminarium är fientliga bud. Det är, som Rolf varit inne på, måhända ett lika felaktigt och missvisande begrepp som det hade varit att säga att seminariet hålls med anledning av Görans förestående pensionering. Vilket inte är fallet. Det hålls med anledning av att han fyllt 65 år. Och visst, tittar man på antalet arbetade timmar så skulle han med god marginal uppfylla kraven på ålderspension, men ser man till den energi han har så inser man att det är lång tid kvar.

Ni som arbetat med Göran är ju väl förtrogna med hans energi. ”Kan du göra det här så gör jag det här” säger han. Innan man hunnit lämna rummet frågar han: ”Är det klart än?”, och det är det

* Advokat och tidigare kollega med Göran på Enskilda Juridik och Advokatfirman Vinge.

naturligtvis inte, men han har hunnit med att göra det han skulle plus ytterligare en massa saker.

Varför är då ”fientliga” bud ett felaktigt begrepp? Först och främst framstår det, som Rolf påpekat, naturligtvis som märkligt att kalla ett erbjudande om att köpa något där säljaren fritt får ta ställning till budet för fientligt. Det är väl i högsta grad trevligt, artigt och vänligt. I vilken utsträckning man bett om lov att få lämna budet och i vad mån det är förankrat hos bolagets ledning och andra större aktieägare gör knappast någon skillnad vad gäller frågan om budet är fientligt eller vänligt.

Däremot kanske det kan vara adekvat att kalla försvarsåtgärder för fientliga. Det får mig att tänka på ett tilltänkt uppköpserbjudande som Göran och jag hjälpte till med för många år sedan. Budgivaren var ett amerikanskt bolag och budet var inte uppskattat av målbolagets ledning, vilket föranledde Göran att påpeka att: ”This constitutes a hostile offer”, varpå budgivarens representant svarade: ”Oh yes, Goran, it’s hostile but it’s not we that are hostile”.

Begreppet ”fientligt” bud kommer ju från den amerikanska marknaden där den normala uppköpstekniken är en fusion. Om diskussionerna med målbolagsledningen inte leder fram till en fusion, kan budbolaget i stället vända sig direkt till aktieägarna med ett erbjudande om att köpa deras aktier, vilket är vad som normalt kännetecknar ett fientligt bud i USA. Med en sådan definition är det normala uppköpserbjudandet i Sverige rent tekniskt ett ”fientligt” bud. Vilket för mig in på den aktiebolagsrättsliga fusionen såsom varandes den vänliga förvärvsmetoden. Den goda metoden.

Jag har alltid varit en varm förespråkare för fusion och Göran och jag har under 30 år regelbundet diskuterat dess för- och nackdelar och vi var tidiga med att använda den i praktiken. Den stora fördelen med fusionen är att den är helt symmetrisk, dvs. beslutet fattas normalt med samma majoritet i båda bolagen. Det vanliga budet däremot beslutas av budbolagets styrelse eller i vissa fall på bolagsstämma med enkel eller i ibland två tredjedelars majoritet. Målbolagets beslut förutsätter däremot som regel att ägare till mer än 90 procent av aktierna aktivt accepterar budet. Beslutsfattandet är alltså asymmetriskt. Detta innebär med nödvändighet att budpriset måste sättas högre än om båda sidor fattade beslutet med samma majoritet. Det är naturligtvis trevligt för målbolagets aktieägare men kanske inte för budgivarens.

Trots att fusion funnits i aktiebolagslagen under lång tid dröjde det innan metoden kom till användning. Den främsta orsaken var att den länge var skattemässigt missgynnad, men när det väl ändrades så kom den dessvärre även att användas som alternativ till tvångsinlösen, det vill säga först genomfördes ett bud på sedvanligt sätt, och om man inte uppnådde erforderlig acceptansnivå så hotade man med fusion. Det här mötte naturligtvis kritik från tvångsinlösenintressenterna och det dröjde inte länge förrän reglerna ändrades för att förhindra detta kringgående, vilket fick till följd att de praktiska förutsättningarna för att använda fusion försämrades.

Kostnader och besvär med tvångsinlösen måste ses mot bakgrund av att man får tillgång till ett privat expropriationsförfarande och är sammantaget inte alltför betungande i ett publikt uppköp, varför det var olyckligt att använda fusionen för att lösa detta icke-problem, och mot bakgrund av att tvångsinlösen nästan aldrig är till någon ekonomisk nytta för minoriteten, så var det ju i högsta grad tveksamt att ändra fusionsreglerna för att försvåra kringgåendet av reglerna om tvångsinlösen. Två icke-problem löstes genom att till skapa ett riktigt problem. Nu är detta väsentligen åtgärdat i aktiebolagslagen och takeover-reglerna, men fusion har ändå inte riktigt repat sig som förvärvsmetod.

Man kan ha synpunkter på om försvarsåtgärder är bra eller inte och i vilken utsträckning de ska vara tillåtna. Det finns inget givet svar på det utan det beror på förhållandena i det enskilda fallet och på vilken sida man är och vilka intressen man företräder. Inte minst som rådgivare. Visst är det kul att ömsom spela anfall, ömsom försvar!

Vad som dock nästan alltid är bra för målbolagets aktieägare är att ett bud konkurrensutsätts. En budstrid är typiskt sett positiv för aktieägarna i målbolaget, och därför något man givetvis vill undvika som budgivare. Ett sätt för budgivaren att försvåra en budstrid är att köpa på sig aktier innan eller under budet. Hos oss har detta alltid betraktats som en självklar rättighet. I sak skiljer det sig inte från andra insideraffärer, och varför det ska finnas ett undantag för just den här situationen kan ifrågasättas.

Det är också viktigt att genomföra budet så snabbt som möjligt. Regelverket är utformat så att budet måste genomföras med skyndsamtighet och följa en strikt tidtabell, något som försvårar för en ny budgivare att ge sig in i leken.

Helt avgörande för att en konkurrerande budgivare kommer in på banan är alltså att det finns tid. Ju mer tid målbolagsstyrelsen har på sig för att hitta andra potentiella budgivare innan budet offentliggörs, desto större sannolikhet för att hitta någon.

Det är styrelsens beredvillighet att agera för att konkurrensutsätta budet och den tid den har till sitt förfogande som är viktigast. Måhända skulle regelverket tydliggöra att styrelsen som utgångspunkt har en sådan skyldighet, och att budgivaren inte får offentliggöra budet förrän målbolagsstyrelsen haft viss tid på sig att agera.

Ett förbud för budgivaren att köpa aktier i målbolaget under viss tid innan budets offentliggörande och därefter underlättar också förutsättningarna för ett konkurrerande bud.

För snart två år sedan infördes efter engelsk förebild ett förbud mot s.k. budrelaterade arrangemang i takeover-reglerna eftersom dessa ansågs begränsa målbolagets handlingsutrymme och resultera i en otillbörlig fördel för budgivaren. Det kan väl anses ligga väl i linje med det tänkandet att man ytterligare förbättrar möjligheterna för och förstärker skyldigheterna att konkurrensutsätta en budgivare.

Mot detta kan man naturligtvis invända att den amerikanska forskningen visar att just den typ av budrelaterade arrangemang som vi förbjudit ofta resulterar i att målbolag försätts i en starkare förhandlingsposition, skapar förtroende för aktiemarknaden i allmänhet och transaktionen i synnerhet med minskad osäkerhet. Möjligheten att lämna ett icke konkurrensutsatt bud kan många gånger vara den enda förutsättningen under vilket det alls blir något bud.

Vad blir då kontentan av allt detta? Jo, att det väl är varken rätt eller fel att kalla ett bud för fientligt och att försvarsåtgärder ibland är bra och ibland är dåliga. Fusion kan vara bra, ibland. Konkurrens är väl bra, men ibland kanske det är bättre utan. Det som är bra för målbolagets aktieägare kan vara dåligt för budbolagets och vice versa. Och många gånger återfinns samma aktieägare i båda bolagen, inte minst våra fonder och institutioner. Så det kanske strängt taget inte spelar så stor roll, varken hur det blir eller hur reglerna ser ut. För att citera nationalekonomen Thomas Sowell: "There are no solutions, only trade-offs".

Vad vi däremot med bestämdhet kan konstatera är att det inte märks att Göran fyllt 65. Men det är å andra sidan ingen ålder. It's only a trade-off.

Ska en budgivare kunna fullfölja ett bud oavsett anslutningsgrad?

*Dick Lundqvist**

Genom åren har Göran och jag sprungit på varandra i många olika bud. Flera av dem har varit fientliga. En fråga som Göran då och då har aktualiserat i våra kontakter är om en budgivare ska kunna fullfölja ett bud oavsett anslutningsgrad. Är det rimligt att en budgivare som inte är fullt framgångsrik i sitt bud ska kunna fullfölja budet och ta in de aktier som må ha lämnats in även om detta kan röra sig om några få procent – oftast inlämnade av aktieägare som kanske inte har full kontroll över eller insikt i vad som har hänt (moster Agda i Klyk ...).

Frågan blir än mer intressant i en situation med konkurrerande budgivare, där den minst framgångsrika budgivaren exempelvis kan blockera den mer framgångsrika budgivaren från att nå det uppställda anslutningskravet och därigenom kanske förhandla fram ett högre pris (bra för alla aktieägare) eller till och med fälla budet (mindre bra för alla aktieägare men bra för den minst framgångsrike budgivaren).

1. De svenska takeover-reglerna

Enligt punkten II.4 de svenska takeover-reglerna får en budgivare uppställa villkor för erbjudandets fullföljande (fullföljandevillkor). Ett mycket vanligt villkor av det slaget är att en viss anslutning uppnås i erbjudandet, vanligtvis mer än 90 procent av aktierna i syfte att uppnå gränsen för att påkalla tvångsinlösen av resterande aktier.

Budgivaren får återkalla erbjudandet om budgivaren villkorat erbjudandets fullföljande av att denne uppnår en viss anslutning i erbjudandet och det står klart att villkoret inte uppfyllts eller kan uppfyllas.

* Advokat och delägare i Gernandt & Danielsson Advokatbyrå.

Ett fullföljandevillkor får frånfallas om budgivaren gjort förbehåll om det.

Det råder avtalsfrihet för budgivaren i så måtto att budgivaren kan bestämma vid vilken anslutningsgrad fullföljandevillkoret ska kunna återopas. I praxis finns det exempel på villkor om en anslutningsgrad om 95 procent (Medicover Holding ./Celox; SDR:s noterade i Luxemburg), ned till 30 procent (Tricorona ./Opcon).

I linje med denna avtalsfrihet innehåller takeover-reglerna inte några regler som förhindrar att en budgivare frånfaller villkoret om en viss anslutningsgrad oavsett hur anslutningen blev (några få procent).

Frågan har, om än indirekt, varit föremål för Aktiemarknadsnämndens prövning i AMN 2005:47 (Old Mutual-Skandia). Bland de åtgärder som vidtogs i Old Mutuals bud på Skandia aktualiserades frågan om anslutningsgraden.

En av åtgärderna var att Skandias nuvarande styrelseordförande skickade ett brev till större aktieägare i Old Mutual inför den bolagsstämma i Old Mutual som skulle ta ställning till en nyemission som var en förutsättning för budet på Skandia.

I brevet skrev han bl.a. följande.

”Second, I am deeply concerned about Jim Sutcliffe’s statements that Old Mutual may be prepared to go ahead with the Offer at levels well below 90 percent, possibly going as low as 51 percent. I see this as a clearly hostile move. The established market practice in Sweden is to achieve 90 percent acceptance. I am surprised that Old Mutual would contemplate going ahead with the Offer in a manner that is so obviously counter to the accepted norms of corporate behaviour in the Swedish market. [min understrykning] --- I know this, in turn, would be likely to affect negatively the morale and retention levels of key managers and employees.”

I brevet påstods alltså att den svenska normen var att inte frånfalla ett uppställt 90 procentsvillkor och fullfölja vid en lägre anslutningsgrad.

I anledning av detta påstående uttalade nämnden att ”NBK:s regelverk utgår från att en budgivare inte behöver förbehålla sig en anslutningsgrad om 90 procent och förutsätter att ett sådant förbehåll kan återkallas. Vid offentliga erbjudanden i allmänhet är det inte helt ovanligt att ett

förbehåll om 90 procents saknas eller att det återkallas. Vid fientliga bud kan någon svensk praxis inte sägas ha utvecklats i frågan. Uppgiften i brevet om att det skulle vara ”obviously counter to the accepted norms of corporate behaviour in the Swedish market” att gå vidare med ett bud vid lägre anslutning än 90 procent var därför enligt nämndens mening i sitt sammanhang inte korrekt.”

2. De brittiska takeover-reglerna

Göran har dock pekat på de brittiska reglerna, som i denna del har en utformning som skiljer sig mot våra regler. Enligt de brittiska reglerna har en budgivare rätt att uppställa att fullföljandevillkor om en viss anslutningsgrad. Ett sådant villkor får föreskriva en viss anslutningsgrad mellan 90 procent och 50 procent plus en aktie (Rule 10).

En budgivare får frånfalla villkoret men inte vid en lägre anslutningsgrad än 50 procent plus en aktie. En budgivare får, annorlunda uttryckt, fullfölja ett bud endast om budgivaren därigenom förvärvar minst 50 procent plus en aktie i bolaget.

Såvitt jag förstår är gränsen satt med hänsyn till att vid denna anslutningsgrad uppnås bolagsrättslig kontroll. Dessutom tror jag att den brittiska koden därefter inte tillämpas fullt ut på sådana bolag.

3. Diskussion

Syftet med budet är ju att förvärva kontroll och därför kan det te sig som rimligt att en budgivare får fullfölja ett bud endast om kontroll uppnås. Kontroll i bolagsrättsligt hänseende uppnås med säkerhet vid 50 procent plus en aktie. En sådan regel skulle också minska risken för att mindre insatta aktieägare missar möjligheten att ta del av ett högre pris i en situation med konkurrerande budgivare (frågan snuddades vid i AMN 2010:24 (Providence–AcadeMedia)).

Dessutom kanske det för målbolaget kan vara bättre att få en tydlig ägarbild med en huvudägare som tar ett ägaransvar för verksamheten (jfr de brittiska reglerna). För egen del har jag dock landat i att vi ska behålla de nuvarande tingens ordning och låta avtalsfrihet gälla.

Utgångspunkten är att ett publikt bud är riktat till aktieägarna. Det är aktieägarna som har att ta ställning till budet och att acceptera eller förkasta budet. Då får aktieägarna också ta ansvar för sina ställningstaganden. Det borde inte vara svårt att se att ett bud om 100 kronor är bättre än ett bud på 80 kronor.

Det finns stora krav på transparens avseende bud och det föreligger omfattande och långtgående möjligheter för en aktieägare att återkalla en accept. Målbolagsstyrelsens rekommendation har betydelse och kan användas för att klargöra skillnaderna mellan konkurrerande bud. Det är t ex tillåtet för målbolaget att annonsera, se t.ex. AMN 2006:55 (Skandia), och därigenom sprida rekommendationen. Målbolaget kan även upprätta informationsbroschyrer till aktieägarna i syfte att delge aktieägarna sin syn på buden.

Dessutom, vilket är en viktig faktor att beakta, finns det inget som hindrar styrelsen i ett målbolag från att förhandla fram ett åtagande från budgivaren att frånfalla ett fullföljandevillkor endast om en viss lägsta anslutningsgrad uppnåtts, se bl.a. AMN 2007:32 (Borse Dubai-Nasdaq-OMX) vari OMX skriftliga godkännande krävdes för att fullfölja budet vid en lägre anslutningsgrad än 67 procent.

En annan lösning som har förekommit är att så kallade irrevocables giltighet är villkorad av att en viss anslutningsgrad uppnås, ett exempel på detta är Ramirents bud på Altima 2003, vari åtagandet var villkorat av att en anslutningsgrad om minst 80 procent uppnåddes.

Erfarenhetsmässigt är det inte sällan förekommande att finansierande banker (förvärvsfinansiering) uppställer krav på deras medgivande för att en budgivare ska kunna frånfalla ett budvillkor (särskilt villkor avseende anslutningsgraden).

Därför ser jag inte några väsentliga fördelar (snarast nackdelar) med att förändra regelverket i denna del och jag står kvar i den uppfattning som jag vid flera tillfällen haft i mina diskussioner med Göran.

Handelsbankens köp av Stadshypotek – fientliga inslag, eller vad man ska kalla det

Ulf Aspenberg*

I början av år 1997 förvärvade Handelsbanken (nedan kallad SHB) Stadshypotek genom ett kontant offentligt uppköpserbjudande. Vederlaget uppgick till totalt ca 23 miljarder kronor. Därmed blev SHB i ett slag en av de två stora på bolånemarknaden, viktigt då och inte mindre viktigt idag när bolånen hela tiden ökar i omfattning. Den positiva effekten på SHB:s resultat blev avsevärd.

Detta seminarium ska ju handla om fientliga uppköpserbjudanden – i och för sig besynnerligt när vi nu ska hedra en så vänskapligt lagd person som Göran Nyström. Jag vet vad jag talar om, för Göran och jag var arbetskamrater i början av 1980-talet på SE-bankens Juridiska Central. Denna – under Bertil Bylunds ledarskap – var en förnämlig skola, engagerad i de flesta strukturaffärer inom Wallenbergsfärens börsbolag. Och de var många.

Men för all del, litet fientlighet piggar alltid upp. Och då ställs många frågor på sin spets, som annars gärna förtvinar under den varma konsensusfilten.

Fanns det då fientliga moment i SHB:s bud på Stadshypotek? Tja, det beror på vad man menar med ”fientligt”. Fientligt mot vem, osv. Men jag tänkte be att få lyfta fram fyra *friktioner* eller vad man kan kalla det.

1. Utgångsläget

Stadshypotek hade börsintroducerats år 1994 och därvid fått omkring en halv miljon aktieägare. I särklass störst var staten med 34 procent av aktiekapitalet och röstetalet. I den hårdnande konkurrensen på bolånemarknaden hade Stadshypotek svårt att hålla kvar alla sina låntagare eftersom man inte förfogade över något utbrett kontorsnät. I takt med att lånen förföll övertogs många av Stads-

* Ledamot av Aktiemarknadsnämnden, f.d. bankdirektör i Handelsbanken.

hypoteks kunder av andra banker, som med sin lokala närvaro hade närmare till kunderna.

Under år 1996 blev det känt att staten – genom Finansdepartementet – önskade sälja sina aktier i Stadshypotek. En utländsk investmentbank hade engagerats. SHB – och säkerligen också andra – förde samtal med Finansdepartementet i frågan. Inom Stadshypotek torde detta ha oroat många anställda som befarade att om Stadshypotek blev uppköpt, skulle organisationen kunna komma att avvecklas och lånestockarna tas över av köparens egen organisation.

2. Friktion 1

Den 26 november 1996 offentliggjorde Stadshypotek och Försäkringsbolaget Skandia sitt gemensamma förslag att de båda bolagen skulle gå samman. Det skulle ske genom ett offentligt uppköpserbjudande där Stadshypoteks ägare erbjöds aktier i Skandia. Någon egentlig premie fanns inte i erbjudandet; däremot utlovades rikliga synergieffekter till båda ägarkollektivens fromma. Förslaget fick ett gott mottagande på många håll, dock inte hos Stadshypoteks största aktieägare, som tydligen inte varit vidtalad. En synnerligen irriterad finansminister Åsbrink förklarade till och med att han nu saknade förtroende för Stadshypoteks styrelse.

Nu fick SHB bråttom upp ur startgroparna. Omkring två veckor senare offentliggjorde SHB sitt motbud, 190 kronor kontant – något över det samtidiga värdet av Skandias bud. SHB:s bud var förvisso fientligt/konkurrerande gentemot Stadshypoteks och Skandias styrelser, men desto vänskapligare mot Finansdepartementet, som förklarade att man skulle acceptera, om inget högre skulle dyka upp. Välkommet var också att de Stadshypoteksanställda garanterades fortsatt anställning inom SHB-koncernen.

Skulle nu Skandia höja sitt bud? Nej, tvärtom inställde man den bolagsstämma man kallat till för beslut om aktieemission till Stadshypoteks ägare. Skälen torde ha varit:

- Skandias aktiekurs hade fallit något, vilket kan ha berott på att aktiemarknaden trots allt inte var så förtjust i samgåendeprojektet, hägrande synergivinster till trots. Redan att återställa budets värde hade krävt utgivande av fler Skandiaaktier än vad man från början tänkt.

- Finansministerns temperamentsfulla motstånd, något som bör ha kylt av samgåendets arkitekter.

Man kan nog säga att kontantbudens fördelar gentemot aktiebud – allt annat lika – här demonstrerades. ”Cash is king” som det heter (men ingen regel utan undantag, förstås).

3. Friktion 2

Hur klokt är det att gå ut med ett uppköpserbjudande utan att ha förankrat detta hos en klart dominerande ägare? Stadshypotek och Skandia försvarade sig med att man ville behandla alla Stadshypoteks ägare lika; alla skulle samtidigt få del av erbjudandet, som man menade var strukturellt begåvat och mycket intressant för alla. Eller menade man – innerst inne – att man hade riskerat kalla handen vid ett förankringsförsök hos Finansdepartementet, som ju var fullt upptaget av att försöka sälja sina aktier kontant? I så fall skulle det vara bättre att ställa storägaren staten inför ett *fait accompli*, ett förslag som skulle bli så populärt bland alla andra att Finansdepartementet skulle tvingas hålla god min. I så fall misslyckades den uträkningen.

Och likabehandlingsprincipen, hur helig den än är, kan nog inte utsträckas till att storägare inte får kontaktas i förväg. Tvärtom var, och är, det fast praxis att offentliga erbjudanden förankras i förväg hos storägare, om storägare finns. Man skulle till och med kunna fråga sig om det är förenligt med god sed att gå ut med uppköpserbjudanden – som brukar vara kursdrivande – om man kan befara att storägare kommer att fälla dem. Man kan begrunda dagens takeover-regler, punkt II.1: ”Ett offentligt uppköpserbjudande får lämnas endast efter förberedelser, som utvisar att budgivaren har förmåga att genomföra erbjudandet.” I kommentaren sägs att ”indikativa bud” eller ”andra testballonger” inte får lämnas – utan Aktiemarknadsnämndens medgivande – utom vid informationsläckage.

Kräver alltså dagens regler att offentliga erbjudanden måste vara förankrade i de fall en dominerande storägare finns? Tja, den frågan kan förtjäna ett eget seminarium.

4. Friktion 3

SHB:s kontantbud gladdde alltså Finansdepartementet, i synnerhet som något annat kontantbud inte var i sikte. Men man önskade också att det skulle finnas ett aktiealternativ för poster om upp till 1 000 Stadshypotekaktier. Då skulle ju småägare få uppskov med reavinstskatten, en överraskande omtänksamhet från Finansdepartementet! Detta önskemål såg SHB som angeläget att tillmötesgå, trots att det skulle märkbart fördröja övertagandeprocessen – aktiebud tar ju, som bekant, klart längre tid att genomföra än kontantbud. En sådan tidsutdräkt var riskabel av två skäl:

- Risken för konkurrerande bud skulle öka. På SHB var vi oroliga för att våra konkurrenter på hemmaplan – som också borde ha förmåga att ta hand om Stadshypoteks bolånestocker – skulle samla sig till motbud. De hade blivit tilltufsade av 1990-talets bankkris men var nu under raskt tillfrisknande. Och de kunde ju också räkna och upptäcka vilken lysande affär det var.
- Stadshypotek tappade, som jag nämnde, kunder hela tiden. Det var alltså angeläget för SHB att så fort som möjligt komma över Stadshypotek, så att SHB:s nästan 500 svenska bankkontor kunde börja arbeta med Stadshypoteks många kunder – för att behålla dem och sälja in SHB:s banktjänster i övrigt.

Lösningen fick bli ett erbjudande utan ett *preciserat* aktiealternativ. Då gick det fortare; ca två månader efter offentliggörandet den 12 december 1996 hade anmälningstiden gått ut och den magiska 90-procentgränsen passerats. Löftet om ett aktiealternativ infriades genom en möjlighet för Stadshypoteks ägare att – på anmälningssedeln – kryssa för att man ville avvakta med valet av likvidform för 1 000 av sina aktier. I maj 1997 fick de avvaktande ett nytt prospekt där aktiealternativet presenterades. Men då hade SHB redan bytt styrelse i Stadshypotek, och bearbetningen av de värdefulla bolånekunderna var i full gång.

Aktiealternativet bestod av limiterade preferensaktier i helägda Handelsbanken Hypotek. De kunde lösas in av Handelsbanken Hypotek efter fem år, vilket också skedde. Och då utlöstes förvisso reavinstskatt, men man hade ändå fått fem års räntefri skattekredit – samt frihet från förmögenhetsskatt för preferensaktierna.

5. Friktion 4

Av alla aktier i Stadshypotek ägdes 14 procent av ca 450 000 depåkunder i Stadshypotek Bank. Dessa var samtidigt bolånekunder hos Stadshypotek i betydande utsträckning. Skulle nu Stadshypotek försöka sabotera SHB:s jakt på 90 procentmålet genom att skrämma upp de 450 000 med att bolånen kunde bli dyrare med SHB vid rodret?

Inför och under anmälningstiden fördes diskussioner mellan SHB och Stadshypotek om hur de 450 000 skulle informeras samt om hur Stadshypotek Bank skulle agera i de fall depåkunder ej svarade på erbjudandet? Acceptera för kundens räkning? Depåvillkoren innehöll regler härför. Slutet på historien blev att inga skrämselförsök (veterligen) gjordes och att Stadshypoteks styrelse lämnade en ”ren” rekommendation till aktieägarna att acceptera. SHB nådde nära 99 procent.

Vid uppköpserbjudanden kan vissa aktieägare i målbolaget ha dubbla agendor. Ska man välja ett mer eller mindre fördelaktigt bud även om den nya ägaren kan ställa till med nackdelar för en själv – sämre affärsvillkor om man är kund i målbolaget, sämre eller otryggare anställningsvillkor om man är anställd i målbolaget. Även motsatsen kan tänkas.

Ja, så gick det till. Slutet gott, allting gott.

Tvångsinlösen

*Robert Ohlsson**

Göran,

Nu har jag fått en minut extra i bonustid, men klockan halv nio promenerar ni alla ut genom dörren. Jag kommer säkert fortfarande stå här och prata – ni som känner mig vet att när jag tar till orda så pratar jag mycket, länge och innehållslöst. Så det är helt okej om ni vandrar ut när det vankas mat – det gör ni klokt i.

Jag ska backa tillbaka i historien till några anekdotiska moment som anknyter till vårt gemensamma yrkesliv och kvällens tema. En del av det jag ska säga har redan berörts av tidigare talare, men jag ska komplettera med en sista komponent.

Ett uppköpserbjudande avslutas ju normalt med tvångsinlösen och det jag nu ska säga kan delvis få bli ett offentligt tillkännagivande – eller snarare ett: ”förlåt mig för att tvångsinlösenprocesserna har blivit ett himla elände.” Jag hade tänkt mig att något provokativt – många här blir säkert hemskt ledsna för att jag trampar dem på tårna – säga att tvångsinlösenförfarandet är ett av affärsjuridikens mest utbredda processmissbruk.

Hur kunde det då bli så? I begynnelsen var: Göran Nyström, Bertil Henriques och Knut Rodhe. Då gick det väldigt lugnt och fint till och det var ordning och reda. De allra flesta tvångsinlösenförfarandena gick fort och de löstes med förlikning. Så här gick det till.

Ett kort samtal mellan Göran Nyström som alltid företrädde budgivaren, och Bertil Henriques, som alltid företrädde minoriteten som god man, redde genast ut frågorna, om det var något utestående. Och priset klarades snabbt av, det var ju budpriset. Därefter enades de om avkastningstillägg och ränta och annat som ingick i förfarandena på den tiden. Sen fastställde Knut Rodhe alltsammans.

[Göran: Och något som bör tilläggas är att det alltid blev ett rättvist resultat.]

* Advokat och delägare i Nord Advokater.

Visst blev det så, utan minsta tvekan – inga protester, aldrig några domstolsprocesser. Alla blev nöjda och glada. Så gick det till. Så såg det ut. Men vad händer sen?

Jag hade förmånen att i min tidiga karriär få gå på en VJS-arrangerad kurs om tvångsinlösen. Den ägde rum på Operakällaren. Där uppträdde denna trojka, Knut Rodhe, Bertil Henriques och Göran Nyström. Så: Göran Nyström har lärt mig allt jag vet om tvångsinlösen. Dessvärre har jag inte lärt mig allt Göran vet, vilket är ett litet problem och nu kommer avstampet.

Alltihop gick fel när Ulf Aspenberg en vårdag 1986 ringer till min kollega Gunnar Nord:

- Hej, det är Ulf, ni ska hjälpa mig här. Ni ska ta hand om en tvångsinlösen.
- Vi har aldrig hållit på med tvångsinlösen, vi har ingen aning om ..., svarade Gunnar, som omedelbart avbröts av Ulf.
- Det är enkelt! Sån't har vi skött här i banken tidigare.

Ulf hade just då nyss lämnat SE-banken och kom inte ihåg att han i själva verket företrädde Hägglöfs Fondkommission och nu skulle konkurrera med SE-banken och Handelsbanken om alla feta corp-uppdrag. Han sa:

- Jag kan få det här fina uppdraget, förstår ni. Vi får bli ansvariga för det publika uppköpserbudandet och hantera allt detta med prospektskrivning och anmälningsförfarande. Det ska bli skoj, förstår ni. Det kommer bli en stor framgång, framförallt för Hägglöfs Fondkommission, men också för vår uppdragsgivare ...

Men också för Ulfs fortsatta karriär, som vi ju nyss hörde mer om. Den hade förvisso varit framgångsrik långt tidigare, men nu skulle det bli fart. Han visste dock att de enda som kunde sköta tvångsinlösenärendena var juristcentralen på SE-banken och där var Göran. Ulf visste att Göran inte skulle ställa upp på tvångsinlösenärendet om inte SE-banken fick göra hela corp-jobbet. Är det korrekt Ulf?

[Ulf: Korrekt.]

Ulf ville sno åt sig det här finfina corp-jobbet men måste då också erbjuda tvångsinlösenkompetensen. Och den bestod alltså av intet ont anande Gunnar Nord och Robert Ohlsson.

Vi sa att det väl inte kunde vara så förfärligt märkvärdigt. Jag kallades ut till Gunnars lantställe och han bad mig ta med en lagbok. Så slog vi upp kapitlet om tvångsinlösen och började läsa från början om hur det här skulle gå till och tyckte nog inte att det var så konstigt. Ulf tillhandahöll också en tvångsinlösendom som han förmodligen hade hämtat i SE-bankens arkiv. De var relativt svåra att få tag på.

Vi läste den där tvångsinlösendomen och såg ungefär vad det var för moment och hur vi skulle starta. Vi gick igång med hull och hår och det gick naturligtvis fullständigt åt skogen. Vad jag talar om är investmentbolaget Balken.



Det var de nytilkomna finansmännen på Pronator, Christer Jacobsen, John Wattin och Jan Engström, som tog sig an uppgiften att lägga ett bud på Balken. Och vad var då Balken? Vi tar det från början och vänder tillbaka till dagens tema: fientliga uppköpserbjudanden.



Det här är en riktig hajbur. Och vad var då hajburen? Jo, det var en ägarkonstellation som bestod av bolagen Balken, Företagsfinans, och det industriföretag som man egentligen ville kontrollera med hjälp av dessa två, nämligen ABV. De där bolagen ägde aktier hårt i varandra. Företagsgruppen var ointaglig – därav namnet Hajburen.

Vad som hände var att ”finansshajen” Anders Wall och hans Beijer Invest hade försökt ge sig på den där hajburen, och misslyckades grovt. Det gick inte. Istället kom det ett motbud från ett konsortium som kontrollerade hajburen. Det var alltså dessa ”förskräckliga” skåningar (ursäkt Erik, Dick och ni andra) med bland annat Cardo, familjerna Linander och Gorthon, som lade ett motbud som börsen naturligtvis reagerade på och där vi för första gången fick klara riktlinjer om hur man inte får bete sig. Det kostade dem börsböter:

- Åkermans Verkstad fick betala 13 238 kr,
- Armerad Betong Vägförbättringar fick betala 15 kr,
- Hevea fick betala 10 000 kr och
- Cardo fick betala 78 294 kr.

Det var ju inte alldeles avskräckande belopp, men nesan var naturligtvis mycket värre – att bli bötfälld av börsen för första gången på år och dag. Inte sedan Kreugers dagar hade man sett en sådan skandal. Man överklagade alltihop, ärendet vandrade genom rättsinstanserna och slutade i Högsta domstolen i det så kallade Företagsfinansmålet år 1985. Med förlust för konsortiet.

Men detta är inte nog som rättsskandal. Några år senare kommer alltså Pronator och köper in sig i Företagsfinans och låser upp den där hajburen genom att sälja det fina byggföretaget ABV till Nordstjernen, och det blir så småningom efter ett antal sammanslagningar det som idag är NCC. Därmed var knuten löst och 1986 kommer så det av Ulf Aspenberg arrangerade budet på Balken. Detta bud brottas vi med under tio år, slutligen i två mål i Högsta domstolen.

Det går dåligt i tvångsinlösenprocessen – vi förlorar så det visslar om det och vi gör alla tänkbara fel – vi hade ju inte Göran att tillgå. Hade vi haft det hade vi löst det, även om Göran vänligen gjorde vad han kunde för att heja på. Jag tror att skiljenämnden fastställde lösenbeloppet till drygt det dubbla av vad vi tyckte var korrekt. Visst var det så? Gunnar nickar instämmande i auditoriet ser jag.

Vi tycke förstås att förlusten i skiljenämnden var en riktig nesa och gick till tingsrätten för att man där skulle bringa ordning i röran. Tingsrätten sa i korthet: vilka är vi att veta bättre än denna förträffliga skiljenämnd. Det var ju ändå börschefen Grönquist som var ordförande och vet någon vad en aktie är värd så är det väl börschefen...!

Så gick det i tingsrätten. Hovrätten hade exakt samma mening. Men Högsta domstolen började svikta. Första frågan var vid vilken tidpunkt aktierna ska värderas och det var alltså det första Balkenmålet som kom 1992. Påkallandedagen gäller. Ärendet skickas därefter tillbaka ner till hovrätten, bara för att komma tillbaka upp igen till HD, och då handlade det om värderingsprinciper. Då fastslogs principen att börskursen ska gälla, om inte särskilda skäl motiverar annat.

Allt detta är nu återspeglad i aktiebolagslagen som i allt väsentligt utformats som utfallet i de här domarna.

Men det har inte blivit särskilt mycket bättre för det. Efter det att Gunnar och jag som två katter klev in bland hermelinerna och skapade oreda så har det fortsatt att vara oreda, skulle jag säga. Det finns inte ett tvångsinlösenärende som går fort. Det bråkas om allt, precis allt. Resultatet blir likväl i regel detsamma – det blir budkursen. Men innan man kommit dit är det ett förfärligt mög, helt enkelt. Många företag som gjort framgångsrika uppköp häpnar över denna pinsamma lekstuga som vi jurister bistår med som avslutning.

Vad gäller då saken? De allra flesta bud ska ju egentligen fångas upp av särregeln som ni vet. Så här ser särregeln ut i lagen:

”Har ett yrkande om inlösen av aktie enligt detta kapitel föregåtts av ett offentligt erbjudande att förvärva samtliga aktier som budgivaren inte redan innehar och har detta erbjudande antagits av ägare till mer än nio tiondelar av de aktier som erbjudandet avser, skall lösenbeloppet motsvara det erbjudna vederlaget, om inte särskilda skäl motiverar något annat.”

Nyckelmeningen kommer på slutet, alltså att har man haft ett bud och det antagits av en tillräckligt stor krets av personer ska lösenbeloppet vara *det erbjudna vederlaget i budet*, om inte särskilda skäl motiverar annat.

Ni vet säkert bättre, men i de skiljeärenden som jag följt på senare år har jag kunnat konstatera att minoriteten alltid hävdar att det finns särskilda skäl, främst felaktig information till marknaden. Med den övertygelsen från minoriteten är det konstigt att det – såvitt jag vet – inte finns några svindlerimål i anslutning till offentliga bud.

Så den särregel som tillämpas av minoriteten i praktiken ser ut så här:

”Har ett yrkande om inlösen av aktie enligt detta kapitel föregåtts av ett offentligt erbjudande att förvärva samtliga aktier som budgivaren inte redan innehar och har detta erbjudande antagits av ägare till mer än nio tiondelar av de aktier som erbjudandet avser, skall lösenbeloppet motsvara det **värde som beräknats av en av minoritetsaktieägarna anlitad värderingsman** om inte särskilda skäl motiverar att **vederlaget ska motsvara priset i erbjudandet.**”

Så ser verkligheten ut. Visst är det rätt enkelt att läsa innantill i lagen när man har gjort en egen lag. Men vore det inte ännu enklare att läsa innantill i den lag som faktiskt gäller. Hur svårt måste det vara?

Ni är många här som är involverade i långt fler tvångsinlösenförfaranden än Gunnar och jag. Folk är numera vettiga nog att förstå att man inte ska göra som Ulf Aspenberg och anlita de där tomtarna som ställde till alltihop. Jag vädjar till er, det kan inte få vara så här

tidsödande och kostsamt att lösa oftast rätt enkla och självklara inlösenfrågor. Läs lagen, tolka den rätt. Yrka rätt. Döm rätt.

Om löshästar tänkte jag så till sist prata ytterligare tio minuter, trots att ni om en minut ska resa er upp, lämna rummet och sätta er tillrätta för en bit mat.

Låt mig innan ni försvinner bara helt kort påpeka en sista sak. Det gäller kostnadsansvaret. Lagregeln ser ut så här:

”Majoritetsaktieägaren skall svara för ersättningen till skiljemännen och gode mannen samt för andra aktieägars kostnader i skiljeförfarandet. Om det finns särskilda skäl, får skiljemännen ålägga annan aktieägare att helt eller delvis svara för dessa kostnader. Beträffande aktieägars och den gode mannens kostnader gäller 18 kap. 8 § rättegångsbalken.”

Att moderbolaget som huvudregel ska bära hela kostnaden för inlösenförfarandet är begripligt, även om det i sig skapar ett processuellt problem. Låt mig då bli allvarlig för en sekund. Kostnadsansvarsregeln innebär inte att man utan vidare måste godta vad alla löshästar kräver och vill ha i ersättning.

Hur är det med denna regelanvisning om ”*särskilda skäl*”? Den hör man aldrig talas om. Varför? Kunde det inte vara dags att pröva om det inte finns särskilda skäl att ålägga annan aktieägare att helt eller delvis svara för dessa kostnader?

Löshästarna är lustigt nog alltid samma personer, oavsett vilket bolag som är föremål för inlösen, stora eller små bolag och oavsett bransch. Jag har aldrig riktigt förstått vad dessa personer har för portföljstrategi för sitt aktiesparande när de alltid dyker upp i tvångsinlösensammanhang. Inte kan det väl vara så att de gör dessa (relativt) riskfria investeringar efter det att budet är ett faktum? När ställdes den frågan senast?

Visserligen har löshästarna genom åren successivt skaffat sig lite större aktieposter för att bemöta en självklar invändning, nämligen att innehav på några tusen kronor inte motiverar att yrka ersättning med flera tiotusentals kronor för egen tid i inlösenprocessen.

Men likväl; man kan undra om inte flertalet löshästar är med i processen bara för att få ut processersättningar från moderbolaget, inte för att bevaka sina inlösenintressen i sak. De flesta som håller på med tvångsinlösen är nog i vart fall väldigt trötta på löshästeriet.

Lite extra kostnader kan tyckas spela mindre roll i sammanhanget. Men det är inte allt. Deras ståndpunkter och medverkan i processen smittar av sig och legitimerar att processen i stort kan få skena iväg med många ogrundade påståenden.

Tidsutdräkten synes ha tilltagit efter det att medgivet belopp regelmässigt betalas ut omgående. Därefter saknas ett viktigt incitament att avgränsa processen till vad som är nödvändigt och att hålla upp tempot.

Behöver jag säga att utfallet av minoritetens många återkommande yrkanden är skralt. Minoritetens framgång i grundfrågan är närmast obefintlig. Björn Kristianssons statistik i minnesskriften till Knut Rohde för ett antal år sen är förödande läsning. För minoriteten. Jag har ofta undrat: varför lär de sig aldrig? Att överklaganden i inlösenmål bland annat kommit att handla om ersättningsnivån till gode mannen är betecknande.

Skiljenämnderna kan säkert göra något åt saken, om bara moderbolagen yrkar hur det ska vara. Gör det.

Vänner, det var bättre på Görans tid. Det var ordning och reda, inget krångel, det gick smooth and nice. Och det blev rätt!

Så Göran, vi vädjar – fortsatt, stanna kvar. Det finns mycket jobb att göra i skiljenämnder. Du är välkommen!