



# Karlstad Business School

Handelshögskolan vid Karlstads universitet

Darja Buitseva

## Fientliga uppköpserbudanden

Vilka åtgärder från målbolagsstyrelsens sida i samband med ett fientligt uppköpserbudande kan anses vara förenliga med god sed på aktiemarknaden?

## Hostile takeovers

What actions taken by the board of directors of the target company in connection with a hostile takeover bid may be consistent with good practice on the stock market?

**Juridiska fakulteten**  
**Magisteruppsats i affärsjuridik 15 HP**  
**Handledare: Elif Härkönen**  
**Termin: VT-2016**

Karlstad Business School  
Karlstad University SE-651 88 Karlstad Sweden  
Phone:+46 54 700 10 00 Fax: +46 54 700 14 97  
E-mail: handels@kau.se www.hhk.kau.se

# Förord

Denna magisteruppsats avslutar ett väldigt viktigt kapitel i mitt liv, nämligen mina studier i rättsvetenskap med affärsjuridisk inriktning vid Karlstads Universitet. Detta har varit en lärorik, givande och utmanande tid i mitt liv som jag alltid kommer se tillbaka på med glädje och tacksamhet.

Först skulle jag vilja tacka min handledare Elif Härkönen, jr.dr. samt universitetslektor vid Linköpings Universitet, för god handledning, synpunkter, förtroende och stöd genom arbetets gång. Det utrymme och uppmuntran jag fick gav mig motivationen att arbeta framåt. Jag vill även tacka Berit Hjort på Karlstads Universitetsbibliotek för mycket uppskattade råd och hjälp i framtagande av material samt personalen på Karlstad Universitets juridiska fakultet för all hjälp och positiva bemötandet.

Sist vill jag tacka mina underbara föräldrar som har under alla dessa år gett mig all sin kärlek, hjälp och trygghet. Utan detta stöd hade inget varit möjligt.

Выше нас только небо!

Karlstad, maj 2016

Darja Buitseva

# Sammanfattning

Fientliga företagsförvärv har under en lång tid varit en del av den globala finansmarknaden och är numera inte främmande för de svenska aktörerna. Ett företagsförvärv blir fientligt när bolagets styrelse råder aktieägarna att avslå det framlagda budet. Är budet intressant för aktieägarna, som ofta strävar efter att maximera sin kapitalvinst, kan det dock lätt uppstå en intressekonflikt inom bolaget då styrelsen, till skillnad från aktieägarna, är snarare intresserad av att behålla sin makt och anställning. Detta kan resultera i att styrelsen blir frestad att vidta åtgärder för att förhindra uppköpet.

I samband med fientliga uppköpserbjudanden har det på den amerikanska aktiemarknaden utarbetats en rad försvarsåtgärder som kan vidtas av bolagsstyrelsen i syfte att försvåra eller förhindra ett företagsförvärv. På den svenska aktiemarknaden är vidtagande av åtgärder som har till syfte att förhindra eller försvåra att ett uppköpserbjudande framläggs eller genomförs icke tillåtna enligt 5 kap. 1 § lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden (LUA). Motiveringen till detta förbud framkommer i bland annat Aktiemarknadsnämndens uttalande AMN 2005:47: ”*ett offentligt erbjudande anses vara en angelägenhet mellan målbolagets aktieägare och budgivaren, varför målbolagets styrelse inte ska tillåtas försämra förutsättningarna för att ett erbjudande lämnats*”. Av denna anledning har styrelsen i ett målbolag som är ett aktiebolag en relativt svag position, då den beslutsfattande makten är hos de enskilda aktieägarna vid exempelvis antagandet av ett framlagt bud och hos bolagsstämman avseende vidtagande av eventuella försvarsmetoder. Dock har det genom AMN:s uttalanden framkommit i en rad praktiska fall att målbolagets styrelse hittat möjligheter att agera och i viss mån kringgå förbudet.

Uppsatsen är en komparativ studie med den svenska och amerikanska rättregleringen i fokus. Paralleller och samband dras även mellan det svenska, europeiska och engelska systemet. Syftet med arbetet är att undersöka svenska företagsledningarnas möjligheter och handlingsutrymme vid tillämpning av internationella försvarsmetoder för att avvärja ett oönskat uppköpserbjudande. I uppsatsen undersöks även de åtgärder som kan vidtas i ett preventivt syfte.

Möjligheten till genomförandet av ett bolagsuppköp är ett nyckelmoment för skapandet av en effektiv värdepappersmarknad där svaga bolag upphör att existera och starka bolag har utvecklings- och tillväxtpotentialer. Att avgöra vad som stämmer överens med god sed kan dock bli problematiskt, då regleringen på området är oerhört spridd och i viss mån inkoherent. Trots dessa svårigheter har det i praktiken genomförts ett antal företagsuppköp som har visat på att tillämpningen av försvarsmetoder är i viss utsträckning möjlig om den går att motivera genom att bolagets eller/och aktieägarnas intressen tillgodoses. Enligt aktiebolagslagen (ABL) är föremålet för aktiebolagets verksamhet att ge vinst till fördelning för aktieägarna. Samtidigt är aktieägarnas förtroende centralt för väl fungerande värdepappersmarknader. En mer omfattande rätt för bolagsstyrelsen i målbolaget att fatta beslut om försvarsåtgärder skulle kunna skada dessa grundläggande ändamål med ABL och den børsrättsliga regleringen. På så sätt skulle en betydligt större makt hos bolagsstyrelsen kunna ha en skadlig effekt, då det är

aktieägarnas vinster och förtroende som bör prioriteras. Genom att analysera samspelet mellan de bolagsrättsliga och börsrättsliga principerna och relevanta praktiska avgöranden går det att se att den nationella regleringen är konstruerad på bästa möjliga sätt för att upprätthålla en god sed på den svenska finansmarknaden, trots sina potentiella brister i sammanhanget.

# Abstract

Hostile takeovers have for a long time been a part of the global financial market and are nowadays not an unknown phenomenon on the Swedish stock market. A takeover attempt becomes hostile when the board of directors of the target advises the shareholders to reject the submitted bid. That particular situation can, however, easily become the reason for conflict of interests within the company. The bid can be valuable for the shareholders, who primarily seek ways to maximize their profit at the same time, as the members of the board of directors desire to keep their employment and position within the company. The board can therefore as a result be willing to take action in order to prevent the takeover.

During the mid-20<sup>th</sup> century, due to a takeover-wave, the American stock market developed a series of defence measures that could be used by the board in order to impede or prevent an acquisition. However, measures that are intended to prevent or impede a takeover offer are prohibited on the Swedish stock market under Ch. 5 § 1 in the Act on Public Takeover Offers. The justification for this prohibition is found in, inter alia, the Swedish Securities Council's (Aktiemarknadsnämnden) statement AMN 2005: 47 where they indicated that a public offer is considered to be a matter between the target company's shareholders and the bidder, why the offeree company should not be allowed to impair the prerequisites for an offer submitted. For this reason, management has a relatively weak position in Swedish corporations, since the decision-making power is not with the board but with the separate shareholders when it comes to accepting a potential bid or the shareholders' meeting of the corporation when a decision must be made if measures should be enacted in order to prevent a bid. However, the boards of directors in some target companies have found opportunities to act and to some extent circumvent the ban posed in the Act on Public Takeover Offers.

The thesis is a comparative study with Swedish and American legal regulations in focus. Parallels are also drawn between the Swedish, European and English systems. The aim is to investigate the ability of the board of directors in Swedish corporations to use different defence methods to fend off an unwanted takeover bid. The paper also examines the measures that can be taken before the bid and as a result have a preventive function.

The possibility of implementing a company takeover is a key element for the creation of an efficient financial market in which weak companies cease to exist and strong companies have development and growth potential. A determination on what actions can be consistent with good practice can be problematic, since the regulations in this area are extremely widespread and somewhat incoherent. Despite these difficulties, the legal practice in this area has shown that the application of the defence methods is to some extent possible if the board of directors focus on supporting the will to defend the company and / or shareholder interests. To give the board of directors extended powers could have a detrimental effect on profits and trust. By analysing the interaction between the principles in company law and securities law as well as some relevant decisions by the Swedish Securities Council, it is possible to see that the Swedish national regulation is designed in the best possible way to maintain good practices on the Swedish stock market despite some shortcomings.

# Innehållsförteckning

Förord.....	2
Sammanfattning.....	3
Abstract.....	5
Förkortningar och förklaringar.....	7
1 Introduktion.....	8
1.1 Bakgrund.....	8
1.2 Problemformulering.....	9
1.3 Syfte.....	9
1.4 Metodologiska utgångspunkter och materialdiskussion.....	10
1.4.1 Den tillämpade arbetsmetoden.....	10
1.4.2 Alternativ arbetsmetod.....	12
1.4.3 Tillämpat material.....	12
1.5 Forskningsläge.....	13
1.6 Avgränsningar.....	13
1.7 Disposition.....	14
2 Fientliga uppköpserbudanden.....	16
2.1 Introduktion.....	16
2.1.1 Uppköpserbudanden på den svenska marknaden och uppkomsten av fientliga företagsförvärv.....	16
2.1.2 Ökningen av fientliga företagsförvärv på den svenska marknaden.....	18
2.2 Internationell utblick.....	20
2.2.1 Rätten att vidta försvarsåtgärder inom den amerikanska rätten.....	20
2.2.2 Den engelska självregleringens utformning och betydelse.....	22
2.3 Den svenska regleringen kring uppköpserbudanden.....	25
2.3.1 Lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden.....	25
2.3.2 Den svenska självregleringen på aktiemarknaden.....	28
2.3.3 Styrningen av svenska bolag.....	31
3. Försvarsåtgärder.....	36
3.1 Försvarsåtgärder innan ett erbjudande framlagts.....	36
3.1.1 Poison Pills.....	36
3.1.2 White Knights och White Squires.....	38
3.2 Försvarsåtgärder efter att ett erbjudande framlagts.....	40
3.2.1 Golden Parachutes.....	40
3.2.2 The Crown-Jewel Defence.....	41
3.2.3 Pac-Man Defence.....	42
3.2.4 Shark Repellents.....	43
4. Vad bör anses överensstämmande med god sed på den svenska aktiemarknaden?.....	45
4.1 Regleringens inkoherens på området.....	45
4.2 Fördelarna och nackdelarna med tillämpningen av en försvarsåtgärd.....	46
4.3 Styrelsens rätt att söka alternativa erbjudanden.....	48
4.4 Skyldigheten att skydda bolagets intressen.....	49
5. Avslutande reflektioner.....	51
Källförteckning.....	53

# Förkortningar och förklaringar

ABL (2005:551)	Aktiebolagslagen
DGCL	Delaware General Corporation Law
Due Diligence	Företagsbesiktning, värdering
EES	Europeiska ekonomiska samarbetsområdet
FI	Finansinspektionen
FFFS 2007:17	Finansinspektionens föreskrifter om verksamhet på marknadsplatser
Hostile takeover	Fientligt företagsförvärv, fientligt bolagsuppköp
Koden	Svensk kod för bolagsstyrning
Kollegiet	Kollegiet för svensk bolagsstyrning
LHF	Lagen (1991:980) om handel med finansiella instrument
LSP	Lag (1987:1245) om styrelsrepresentation för de privatanställda
LUA	Lag (2006:451) om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden
MBL	Lag (1976:580) om medbestämmande i arbetslivet
Stockholmsbörsen	Nasdaq OMX Stockholm
NBK	Näringslivets Börskommitté, genomförde översynen av regleringen kring offentliga uppköpserbjudanden på nationell nivå
NGM	Nordic Growth Market
Takeover Code (City Code)	City Code on Takeovers and Mergers, 1996
Takeover-direktivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden
Takeover-reglerna	Takeover-reglerna fastställda av Nasdaq OMX Stockholm den 1 februari 2015
Panelen	(The Panel on Takeovers and Mergers) The Panel: Översynsmyndigheten i England. Övervakar marknaden och administrerar City Code.
U.S.C	United States Code
VpmL	Lag (2007:528) om värdepappersmarknaden
Öppenhetsdirektivet	Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/109/EG av den 15 december 2004 om harmonisering av insynskraven angående upplysningar om emittenter vars värdepapper är upptagna till handel på en reglerad marknad och om ändring av direktiv 2001/34/EG

# 1 Introduktion

## 1.1 Bakgrund

Takeover-erbjudanden kan inte klassificeras som något nytt fenomen inom det globala näringslivet. De beräknas ha tagit sin start redan i början av 1800-talet i USA. Denna typ av rättsliga företeelse spred sig över de globala marknaderna och är numera inte främmande för den svenska finansvärlden.<sup>1</sup> Under perioden 1990 till 2004 lades det fram 358 stycken uppköpserbjudanden avseende svenska bolag. 341 av dessa bolag var noterade på Stockholmsbörsen, varav 293 av dessa resulterade i förvärv av målbolaget.<sup>2</sup> I samband med att förekomsten av denna rättsliga företeelse har blivit allt mer frekvent har regleringen på området, bestående av både lag- samt självreglering, blivit relativt omfattande. Grundprincipen i den nationella regleringen är att målbolagets styrelse inte får vidta åtgärder som har till syfte att förhindra eller försvåra uppköpet.<sup>3</sup> Förbudet mot sådana åtgärder går att finna uttryckligen i 5 kap. 1 § LUA. Det har dock allt oftare på senare år förekommit situationer där målbolag lämnar information till den övriga värdepappersmarknaden eller vidtar andra åtgärder som har till syfte att försvåra genomförandet av ett offentligt bud gällande aktieförvärv.<sup>4</sup>

Inom den svenska bolagsrätten är ett företagsförvärv en privaträttslig transaktion där målbolagets aktieägare figurerar som säljare och det budgivande bolaget som köpare. När företeelsen först nådde den svenska finansmarknaden uppkom det svåra rättsliga situationer då det saknades någon civil- eller associationsrättslig svensk reglering som fastställde styrelsens möjligheter och agerande vid erbjudanden om förvärv av aktier i bolaget. I nuläget är området betydligt mer reglerat.<sup>5</sup> En tydligare lagreglering blev aktuell då förvärv av svenska bolag genom fientliga övertagsförsök, inte minst av utländska företag, började bli allt oftare förekommande. Lagreglering gällande styrande av ett aktiebolag, styrelsens skyldigheter och agerande samt ansvar kan återfinnas i ABL. Bolagets externa relationer så som tillämpning av försvarsmetoder regleras främst i LUA med hänvisning till det europeiska takeover-direktivet. Regleringen behandlar dock inte alla konflikter och ärenden som bolaget kan bli inblandat i vilka begränsar bolagsledningens handlingsförmåga och agerande. Av denna anledning har det även skapats en självreglering inom den svenska börsrätten i form av bland annat regler från Kollegiet för svensk bolagsstyrning (i fortsättningen Kollegiet) samt uttalanden från Aktiemarknadsnämnden (AMN) Uttalanden från dessa organ har ett bredare spektrum och behandlar frågor som hamnar utanför lagregleringen, utifrån bland annat tidigare praxis och avgöranden.

---

<sup>1</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 27 f

<sup>2</sup> SOU 2005:58 – Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden, s. 51

<sup>3</sup> Se närmare lydelsen i 5 kap 1 § LUA

<sup>4</sup> Härkönen, E, Aktiemarknadsbolagets informationsgivning, 2013, s. 242

<sup>5</sup> Jonsson, T, Försvarsmetoder mot fientligt företagsförvärv, JT 1996/97, s. 887



Självregleringen gällande fientliga företagsförvärv ger dock upphov till många problematiska och oklara rättsliga situationer. Konflikter, så som fientliga uppköpsförsök, berör stora pengabelopp och ger därför upphov till omfattande problem vilket har gett ämnet ett stort rättsligt intresse. Denna oklarhet blir ännu mer påtaglig på grund av att olika länder har regleringar som skiljer sig i betydande omfattning. *Hostile takeovers* (fientliga företagsförvärv) är ett ständigt ökande rättsligt fenomen på den svenska marknaden,<sup>6</sup> men än är det mycket mer vanligt förekommande på de amerikanska och engelska marknaderna, vilket gjort dessa länders regleringar centrala inom normskapandet.<sup>7</sup> Den engelska regleringen har varit av relevans då den varit fundamental i skapandet av det europeiska takeover-direktiv som har implementerats i svensk rätt och legat till grund för LUA. Den engelska rätten har även legat till grund för den svenska självregleringen. Det amerikanska rättssystemet har varit centralt i den mån att fientliga uppköpserbjudanden som rättsligt fenomen uppkom på den amerikanska värdepappersmarknaden. Av denna anledning stadgades och utvecklades de första regleringarna och de första försvarsmetoderna just inom detta lands rättssystem. Detta har medfört att diskussionen kring fientliga bolagsuppköp och skyddsstrategierna mot dessa har stått i centrum inom den amerikanska bolagsrätten.<sup>8</sup> På sådant sätt är båda länders reglering av relevans och bör tas upp i uppsatsen för att genom en historisk förståelse få inblick i hur regleringen har påverkat det svenska praktiska näringslivet.

## 1.2 Problemformulering

- Vilka aktiva handlingar eller passivt beteende från målbolagsstyrelsens sida kan trots förbudet anses överensstämma med god sed på värdepappersmarknaden?

För att kunna besvara denna övergripande fråga måste även vissa andra frågeställningar besvaras under arbetets gång. Som ett fundament för en välgrundad analys bör motiveringen bakom förbudet i takeover-direktivet och LUA utredas. Med denna motivering i bakhuvudet går det sedan att utreda och analysera vilka åtgärder har i tidigare praktiska fall tillämpats av målbolagsstyrelser och hur bedömningen kring detta handlande såg ut.

## 1.3 Syfte

Syftet med arbetet är att utforska svenska aktiebolagsstyrelsernas möjligheter och handlingsutrymme vid tillämpning av internationella försvarsmetoder för att avvärja ett oönskat uppköpserbjudande.

För att uppfylla arbetets syfte kommer en stor del av arbetet fokusera på praktiska exempel. Som det nämnts i uppsatsens inledning, är fientliga företagsförvärv ett problemladdat område. Flera aktörer, så som målbolagets och budgivarbolagets styrelser samt aktieägarna, blir inblandade vilket resulterar i att många intressen kolliderar. Aktieägarna har som intresse att

---

<sup>6</sup> SOU 2005:58 – Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden, s. 51

<sup>7</sup> SOU 1990:1 – Företagsförvärv i svenskt näringsliv, s. 38

<sup>8</sup> Kenda, H, Perspective in Company Law and Financial Regulations, s. 413

genera en så stor vinst som möjligt, något som även ska prägla aktiebolagets verksamhet enligt 3 kap. 3 § ABL. Målbolagets styrelse fokuserar däremot främst på sina maktpositioner. På så sätt uppkommer det tolkningsproblem gällande exempelvis hur långt målbolagsstyrelsens handlingsförmåga sträcker sig, samt motsägelsefulla avgöranden och uttalanden från bland annat AMN gällande vad som stämmer överens med god sed på aktiemarknaden. Då förekomsten av fientliga uppköpserbjudanden ständigt ökar, blir diskussionen kring regleringen och dess eventuella brister viktig för rättsutvecklingen, som i sin tur kan bidra till ett mer effektivt och rättvist utformad praxis.

## 1.4 Metodologiska utgångspunkter och materialdiskussion

### 1.4.1 Den tillämpade arbetsmetoden

Uppsatsen är skriven utifrån den EU-rättsliga metoden. I samband med den ökade internationaliseringen och europeiseringen, berörs i stort sett vartenda rättsligt område av internationella källor, vilket sammanflätar den internationella rätten med den nationella.<sup>9</sup> Bolagsrätten är inget undantag, då fientliga bolagsförvärv är främst förekommande på utländska marknader, vilket medför att särskilda regleringar gällande bland annat försvarsmetoder härstammar från utländska rättssystem. Den engelska regleringen låg till grund för det europeiska takeover-direktivet vilket är inkorporerat i svensk lag. På grund av denna inkorporation blir den EU-rättsliga metoden en lämplig del av de tillämpade arbetsätten. En förutsättning som är uppfylld och gjort den EU-rättsliga metoden användbar är att arbetet behandlar ett område där medlemsstaterna har förbundit sig att följa EU-rätten.<sup>10</sup> Då metoden beskrivs som ”*a reactive, event-driven, and context-dependent approach*”<sup>11</sup> kommer många av resonemangen i uppsatsen att utgå utifrån nationella rättsavgöranden med hänvisning till de europeiska och nationella regleringarna, för att granska bestämmelsernas och tolkningarnas bakomliggande kontext - den bakomliggande idén, utifrån praktiska sammanhang. Då det saknas omfattande domstolspraxis på området har det i denna uppsats ersatts av uttalanden kring praktiska avgöranden gjorda av AMN. Dessa uttalanden har fått en central roll då den EU-rättsliga metoden har sin tyngdpunkt liggandes främst på rättspraxis, utifrån vilket grundläggande rättsliga principer påvisas och fastställs. Utifrån detta kan det uppmärksammas att normhierarkin inom den EU-rättsliga metoden har många likheter med det angloamerikanska common law-systemet.<sup>12</sup>

Vad avser EU-rättsliga normkällor har fokus främst lagts på direktivet om uppköpserbjudanden.<sup>13</sup> Direktiv binder ensidigt EU:s medlemsländer, men denna förbindelse gäller inte medlemsstaternas medborgare. Direktivets syfte är att det ska implementeras i medlemsstatens inhemska lagreglering så att den överensstämmer med bestämmelserna i direktivet. Är fallet som sådant att ett land saknar reglering på direktivets område ska en sådan lagstiftning skapas utifrån direktivets innehåll och syfte. Ett medlemslands medborgare

<sup>9</sup> Korling, F, Juridisk metodlära, 2013, s. 110

<sup>10</sup> Korling, F, Juridisk metodlära, 2013, s. 113

<sup>11</sup> Korling, F, Juridisk metodlära, 2013, s. 110

<sup>12</sup> Hettne, J, Otken Eriksson, I, EU-rättslig metod, 2005, s. 23 ff

<sup>13</sup> Europaparlamentets och rådets direktiv 2004/25/EG av den 21 april 2004 om uppköpserbjudanden

blir därför bundna av direktivets bestämmelser först efter att dessa har implementerats i den nationella lagstiftningen eller en ny nationell lagstiftning har skapats.<sup>14</sup> EU-rätten byggs även på principen om *effet utile* som i grunden förpliktar medlemsstaterna att förmedla EU-rätten med en direkt effekt samt företräde, samtidigt som respekt bör ges till medlemmarnas nationella identitet och intressen.<sup>15</sup>

Arbetsättet som förr, i en relativt stor omfattning, präglade den svenska juridiska diskursen var fyrkantigt och enkelriktat.<sup>16</sup> I nuläget har den utländska rätten onekligen blivit av relevans och komparativa studier har blivit en del av en lärdomstradition. Speciellt fientliga bolagsförvärv som regleras genom både lagreglering och självreglering har visat sig som ett ämne med starka internationella och transnationella förbindelser. Då många ämnen inom bolagsrätten har en stark anknytning till den praktiska rätten kan en komparativ studie ge en djupare inblick i området utöver granskningen av de situationer som legat bakom utformningen av läget så som det ser ut idag. Den komparativa rättsmetoden är inte längre enbart en rättsvetenskaplig arbetsmetod, utan under de senaste årtiondena har den börjat allt kraftigare influera det praktiska juridiska arbetet och blivit allt mer professionaliserad, kommersialiserad och industrialiserad. Detta har även hjälpt att radera de kulturella och traditionella gränserna som innan förelegat mellan länder och rättssystem.<sup>17</sup> Uppsatsen är en komparativ studie där det utländska materialet utnyttjas i ett tjänande syfte och de svenska nationella bestämmelserna kring fientliga bolagsförvärv står i förgrunden. Dock så har *hostile takeovers* sitt ursprung i den amerikanska bolagsrätten och företeelsen är som vanligast förekommande på den amerikanska och den engelska värdepappersmarknaden. Av denna anledning har en deskriptiv framställning av dessa länders reglering tagit upp en väsentlig del av uppsatsen. Genomgången av dessa länders regelsystem har varit av relevans då de svenska och europeiska regleringarna i väsentlig mån grundar sig på dessa. Främst har de engelska bestämmelserna från City Code varit av största betydelse för självreglering på den svenska och den europeiska finansiella marknaden. Genomgången av den utländska rätten har karaktären av en deskription utan att ha ett lika ingående djup i materialredovisningen och den bakomliggande argumentationen.<sup>18</sup>

I samband med arbetet har det framkommit att det har varit svårt att skapa en tydlig problemlösningsmetod på det kapitalmarknadsrättsliga området som skulle kunna täcka alla möjliga situationer.<sup>19</sup> Uppsatsen och dess analys är utformade utifrån det valda metodvalet med hänsyn till det tillgängliga källmaterialet, samt de problemformuleringar, antaganden och funderingar som framkommer i det inledande kapitlet.<sup>20</sup> Med anledning av att komparationen i uppsatsen har ett tjänande syfte så har tolkningarna av materialet så som praktiska avgöranden baserats på vissa tolkningar av den europeiska regleringen. Antaganden och potentiella de lege ferenda- resonemang utgör i uppsatsen en del av analysunderlaget och har

---

<sup>14</sup> Zetterström, S, Juridiken och dess arbetsätt, 2012, s. 58

<sup>15</sup> Korling, F, Juridisk metodlära, 2013, s. 114

<sup>16</sup> Strömholm, S, Användning av utländskt material i juridiska monografier, SvJT, 1971, s. 251

<sup>17</sup> Henderson, D. F, Comparative Law in Perspective, Pacific Rim & Policy Journal, 1992, s. 8f.

<sup>18</sup> Strömholm, S, Användning av utländskt material i juridiska monografier, SvJT, 1971, s. 252

<sup>19</sup> Eklund, K, Stattin, D, Kapitalmarknadsrätt, 2015, s.54

<sup>20</sup> Ejvegård, R, Vetenskaplig metod, 2009, s. 46

karaktären av förslag och rekommendationer<sup>21</sup> utan att de skulle kunna överföras direkt till en svensk rättslig kontext.

#### **1.4.2 Alternativ arbetsmetod**

En alternativ arbetsmetod för att analysera rätten att vidta försvarsåtgärder vid ett fientligt bolagsuppköp skulle vara ett rättsekonomiskt perspektiv. Rättsekonomin räknas som ett av rättsvetenskapens ”perspektivämnen” som har till mål att bland annat förstå rättsordningen genom att se på juridiken ur det ekonomiska perspektivet. Ekonomins syfte som vetenskap är att utforska hur en vinst eller tillfredsställelse kan maximeras.<sup>22</sup> Bland annat Daniel Stattin menar i sin artikel om due diligence att det rättsekonomiska perspektivet inte kan uteslutas vid diskussionen kring bolagsrätten.<sup>23</sup> En djupare ekonomisk analys i ämnet skulle därför dels ge en tydligare bild av argumentationen bakom valet av försvarsmetod samt hur sådana vidtagna åtgärder ekonomiskt påverkar alla inblandande parter. Den ekonomiska argumentationen och finansiella teorier ligger även till stor grund bakom den börsrättsliga självregleringen på aktiemarknaden, vilket innebär att en rättsekonomisk synvinkel skulle bidra till en mer ingående och fullständig argumentation av frågeställningen.

I uppsatsen tillämpas inte någon djupgående rättsekonomisk arbetsmetod eftersom den snarare kan anses vara av relevans vid analys av bakomliggande faktorer vid urvalet av ett potentiellt målbolag. Av denna anledning är rättsekonomin inte det dominerande analysverktyget, utan i uppsatsen förekommer det snarare vissa inslag av ekonomiska resonemang samt ekonomiska teorier. I uppsatsen behandlas främst situationer när ett förvärvsförsök redan är aktuellt. Den rättsekonomiska synvinkeln blir därför inaktuell då relativt stor fokus i uppsatsen läggs på den utländska rätten, som har legat till grund för den svenska lagregleringen samt självregleringen på området. Av denna anledning analyseras materialet huvudsakligen utifrån en EU-rättslig samt komparativ synvinkel.

#### **1.4.3 Tillämpat material**

Då de komparativa studierna i uppsatsen har ett tjänande syfte, har fokus lagts främst på den svenska regleringen kring uppköpserbjudanden med löpande hänvisningar till motsvarande artiklar i takeover-direktivet. Främst har regleringen i LUA behandlats, då denna lag behandlar offentliga uppköpserbjudanden på den svenska aktiemarknaden. Detta kompletteras med bestämmelserna i ABL då denna lag bestämmer styrelsens roll i bolaget och följaktligen styrelsens möjlighet att ta initiativ och vidta åtgärder.

Trots ett omfattande och spritt regelverk på det aktiebolagsrättsliga området finns det avsevärt lite domstolspraxis som behandlar ämnet. Däremot har AMN kommit med ett betydligt antal uttalanden och utredningar kring takeovers som har varit av vikt vid de olika bedömningarna. Majoriteten av uttalandena berör frågan om god sed på finansmarknaden.<sup>24</sup> Vissa av avgörandena har varit ledande och AMN har därefter löpande hänvisat till dessa. Vid diskussionen om takeovers i svensk praxis har just dessa ledande avgörandena varit i fokus då

---

<sup>21</sup> Strömholm, S, Användning av utländskt material i juridiska monografier, SvJT, 1971, s. 253

<sup>22</sup> Dahlman, C, m.fl., Rättsekonomi- en introduktion, 2005, s. 9

<sup>23</sup> Se närmare Stattin, D, Om due diligence-undersökningar vid takeover-erbjudanden, SvJT 2008 s. 742

<sup>24</sup> Eklund, K, Stattin, D, Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, 2013, s. 378

de har satt bedömningsramarna hos de svenska instanserna. Vidare, på grund av bristen av svensk rättspraxis grundar sig arbetet till stor del på juridisk doktrin.

I uppsatsen görs även en internationell utblick med en genomgång av det amerikanska och det engelska rättssystemen. Genomgången av dessa lagregleringar är inte grundlig, utan görs främst för att belysa takeover-direktivets och de svenska lagarnas uppkomst och bakgrund. Bolagsrätten som vi känner till den idag tog sin start i USA och de försvarsåtgärder som kan vidtas vid ett fientligt takeover-erbjudande föddes och utvecklades på den amerikanska arenan.<sup>25</sup> Detta spreds sedan vidare till England där konceptet kring självreglering på takeover-området skapades och The City on Takeovers and Mergers stadgades. Som resultat låg denna självreglering till grund för den europeiska och svenska regleringen.<sup>26</sup>

## 1.5 Forskningsläge

Fientliga företagsförvärv är ett omdiskuterat ämne inom den globala juridiska diskursen och behandlas särskilt aktivt inom den amerikanska rätten. I den svenska juridiska doktrinen redogörs möjligheterna till tillämpning av försvarsmetoder främst i samband med de svenska grundläggande bolagsrättsliga principerna. Jessica Östberg diskuterar i sin avhandling ”*Styrelseledamöters Lojalitetsplikt – Särskilt om förbudet att utnyttja affärsmöjligheter*” bolagsstyrelsens makt och skyldigheter i enlighet med de svenska bolagsrättsliga reglerna och god sed på aktiemarknaden. Elif Härkönen har i sin avhandling ”*Aktiemarknadsbolagets informationsgivning- särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*” genomfört en komparativ studie och behandlat målbolagets informationsskyldighet och möjligheten till att vidta försvarsåtgärder i enlighet med den svenska och amerikanska rätten. Inflytelserik forskning har inom området gjorts av Daniel Stattin genom bland annat vetenskapliga artiklar, doktrin och främst boken ”*Takeover – Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*”. Även ett antal tidigare uppsatser har behandlat ämnet men inte från samma synvinkel som i denna uppsats, där det redogörs möjligheten till att vidta försvarsmetoder i ett aktiebolag genom att bland annat skildra praktiska fall på den svenska marknaden.

## 1.6 Avgränsningar

I arbetet kommer svenska aktiebolag att behandlas med hänvisning till bestämmelsen i 3 kap 1 § 2 st. LUA, vilket gör lagen tillämplig på nationella svenska bolag vars aktier har blivit upptagna till handel på den reglerade marknaden eller en marknad som motsvarar denna men som ligger utanför europeiska samarbetsområdet (EES).<sup>27</sup>

I uppsatsen görs ingen djupgående behandling av de bakomliggande finansiella teorier som ligger bakom beslutstagandet i ett bolag eller lydelsen av bakomliggande reglering, utan snarare kretsar diskussionen i uppsatsen runt scenarion när ett fientligt uppköpserbjudande är aktuellt. Anledningarna till ett bolagsuppköp diskuteras endast i den mån då detta behövs för

---

<sup>25</sup> Jonsson, T, Försvarsmetoder mot fientligt företagsförvärv, JT 1996/97, s. 891

<sup>26</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 113f

<sup>27</sup> Nyström, G, m.fl., Takeover-reglerna: en kommentar (5 april 2016, Zeteo) kommentaren till 5 kap. 1 § LUA

att klargöra de olika intressena på marknaden. I uppsatsen sker därför även en avgränsning från diskussionen kring ansvar och skadestånd och möjlighet till dispens då detta är ytterligare problemladdade områden som lämpar sig för en rad uppsatser för sig.

Ingen djupare redovisning av det amerikanska rättssystemet görs i uppsatsen. När det amerikanska systemet omnämns i arbetet är det snarare en deskription för att redogöra för grunden bakom befintlig reglering eller i form av kortare komparativa reflektioner.

## 1.7 Disposition

Eftersom försvarsmetoderna ursprungligen har utarbetats inom den amerikanska bolagsrätten ska en del av dessa försvarsåtgärder beskrivas i en deskriptiv framställning. Möjligheten till att tillämpa dessa kommer ställas mot den svenska bolags- och börsregleringen. Problematiken kommer även granskas utifrån de svenska bolagsrättsliga principerna, för att analysera intressekollisionerna mellan de olika intressenterna vid ett fientligt uppköpserbjudande och de olika tolkningsmöjligheterna kring sådana rättsliga konfliktsituationer.

Det inledande kapitlet i uppsatsen är ägnat åt att introducera ämnet, de bakomliggande frågeställningarna, syftet med arbetet samt det metodval och material som har tillämpats för att besvara de aktuella frågeställningarna. Sist i kapitlet klargörs det även vilka moment och områden som inte kommer att behandlas i uppsatsen.

I *kapitel 2* introduceras ämnet fientliga uppköpserbjudanden för läsaren, anledningarna bakom dessa och förekomsten av denna rättsliga företeelse på den svenska aktiemarknaden. Detta efterföljs av en deskriptiv internationell utblick av den amerikanska och den engelska rätten. Avsnittet är mer av en redogörelse med lagregleringarnas bakgrund och upplägg. Mest fokus i denna utblick läggs på den engelska rätten och den engelska översynsmyndigheten, då det är den engelska självregleringen som har legat till grund för det europeiska takeover-direktivet och på så sätt även de svenska takeover-reglerna. Redovisningen av de utländska rättssystemen efterföljs av genomgången av den svenska nationella rätten. Kapitlet inleds med en kortare genomgång av bakgrunden till den svenska regleringen i form av det europeiska takeover-direktivet. En djupare inblick i denna reglerings utformning och innehåll görs inte då denna reglering är ett direktiv, vilket innebär att den är implementerad i den svenska lagregleringen. Därför efterföljs denna genomgång direkt av beskrivning av den svenska lagregleringen och självregleringen samt de svenska övervakningsmyndigheterna. Lagregleringen och den börsrättsliga självregleringen behandlas var för sig följt av en genomgång av de grundläggande bolagsrättsliga principerna på den svenska finansmarknaden. Något som är viktigt för förståelsen av de olika maktförhållandena i bolagen samt samspelet mellan de olika intressenterna.

I nästgående kapitel redogörs en del av de mest diskuterade och vanligaste försvarsåtgärderna. *Kapitel 3* är huvudsakligen indelat i två delar: första delen med åtgärder som kan vidtas innan

ett bud framlagts, samt andra delen som behandlar försvar som kan tillämpas efter att ett bud framlagts. Denna indelning räknas som en etablerad klassificering vilket underlättar tillämpningen.<sup>28</sup> Varje delavsnitt avslutas med en kortare analys där försvarmetoderna och tillämpningen av dessa granskas utifrån den svenska rätten. I de fall då de har tillämpats i svensk praxis efterföljs genomgången med en kortare beskrivning av den praktiska tillämpningen. I de kortare sammanlagda redovisningarna kommer en av arbetets huvudsakliga frågeställningar kring möjligheten att vidta åtgärder vid ett fientligt uppköpserbudande samt legaliteten av dessa att besvaras.

*Kapitel 4* består av en generell sammanfattande analys och diskussion kring den deskriptiva delen av arbetet med målet att besvara de resterande frågeställningarna. Ett stort utrymme i analysen har getts diskussionen kring möjligheten att använda sig av så kallade *white knights* och *white squires*. Detta har gjorts med anledning av att det är den enda av alla presenterade försvarsåtgärder som kan anses vara uttryckligen tillåten av svensk lagreglering. Sedan förs en diskussion kring nackdelarna och fördelarna med tillämpningen av möjliga försvarsåtgärder samt skyddet av de olika intressena på marknaden.

Uppsatsen avslutas med en diskussion med personliga reflektioner som har till syfte att besvara arbetets problemformulering och komma med ett möjligt de lege ferenda-resonemang i *kapitel 5*.

---

<sup>28</sup> Jonsson, T, Försvarsmetoder mot fientligt företagsförvärv, JT 1996/97, s. 908

## 2 Fientliga uppköpserbjudanden

### 2.1 Introduktion

#### 2.1.1 Uppköpserbjudanden på den svenska marknaden och uppkomsten av fientliga företagsförvärv

För att få en bättre förståelse bakom de olika försvarsmetoderna och varför de tillämpas är det viktigt att förstå innebörden och potentiella skäl bakom ett företagsförvärv. Definitionen av ett uppköpserbjudande kan återfinnas i 1 kap. 2 § 1 p. LUA:

*”I denna lag förstås med*

- 1. offentligt uppköpserbjudande: ett offentligt erbjudande till innehavare av aktier som har getts ut av ett svenskt eller utländskt aktiebolag att överlåta samtliga eller en del av dessa aktier, ...”*

När ett takeover-erbjudande framläggs står den grundläggande principen om likabehandling i fokus enligt art. II.10 i takeover-reglerna. Det budgivande bolaget har som skyldighet att erbjuda identiska vederlag till alla de aktieägare som har identiska villkor. Regeln stadgar dock att vid särskilda skäl kan vederlag i annan form erbjudas med förutsättningen att värdet är detsamma. På så sätt, finns det olika slags aktier i målbolaget, ska alla aktieägare i varje aktieslag behandlas lika enligt art. II.2 takeover-reglerna. I praktiken, vid ett uppköpserbjudande, är det som vanligast att budet avser köp av alla börsnoterade aktier och oftast inklusive andra finansiella instrument. Anledningen till detta torde vara det faktum att budgivaren vanligtvis anses vilja få full kontroll över aktiebolaget för att avnotera det och integrera i sin egen verksamhet.<sup>29</sup>

Förvärvserbjudandet blir fientligt när målbolagets styrelse uppmanar sina aktieägare att inte acceptera det framlagda budet. Det grundläggande och självklara skälet bakom ett sådant förvärv är att det budgivande bolaget förväntar sig att generera en ekonomisk vinst eller fördel i framtiden. Oftast är skälen bakom bolagsförvärvet vinstmaximerande, vilket innebär att det budgivande bolaget förväntar sig att få ut så stor vinst av bolagsförvärvet som möjligt. Målet med förvärvet blir på så sätt synergivinsten – det mervärde som uppkommer i samband med vidtagna åtgärder som överstiger målbolagets faktiska värde.<sup>30</sup>

Ett annat skäl som kan ligga till grund bakom ett företagsförvärv kan vara så kallade ”agency costs”. Sådana bolagsuppköp utförs inte för att maximera budgivarbolagets värde eller dess aktieägares kapital, utan för att sådan åtgärd främst gynnar bolagets styrelse. Styrelsens agerande och investeringar går således ut på att maximera bolagets storlek i form av exempelvis större omsättning, snarare än aktievärdet. Anledningen till detta kan exempelvis vara det faktum att bolagsstyrelsen ofta har rätten att begära en högre lön i en större koncern. Företagets storlek ökar även styrelsens status. En annan anledning till sådant förvärv kan ses

---

<sup>29</sup> Eklund, K, Stattin, D, Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, 2013, s. 378

<sup>30</sup> Bergström C. m fl, Aktiebolagets grundproblem, s 56



som en typ av preventiv försvarsmetod då ett större moderbolag kan självt inte bli uppköpt och den aktuella bolagsstyrelsen riskerar inte att mista sina jobb.<sup>31</sup> Dock har detta intresse för fientliga företagsuppköp även haft en mörkare sida som kan spåras än idag, då bolag och deras styrelser började allt oftare bli inblandade i bolagsskandaler i samband med viljan att exempelvis öka värdet på bolagets värdepapper. Av denna anledning har Justitiedepartementet och de olika åklagarmyndigheterna arbetat fram en lagstiftning som reglerar företagsledarnas agerande som förr ofta innefattade trolöshetsbrott, falska intyganden och svindleri, något som i praktiken gavs stort utrymme för bedömning vare sig handlandet bör ses som brottsligt eller ge upphov till civilrättsliga sanktioner så som skadestånd. I USA har debatten däremot kretsat runt diskussionerna att tillämpningen av straffrättsliga regler på området, det så kallade *criminalising of corporate agency costs*, skulle kunna få bolagsstyrelserna att agera mer försiktigt, vilket skulle kunna sänka marknadens effektivitet.<sup>32</sup>

Ofta kan ett fientligt uppköpserbud komma oväntat och överraskningsmomentet som uppkommer på marknaden och hos målbolaget vid ett oväntat fientligt bud kan ha två syften. Det ena syftet är att försvåra spekulation i målbolagets aktier samt att hindra målbolagets styrelse att på något sätt ta till åtgärder som skulle kunna förhindra förvärvet. Taktiken bakom sådan oväntad budgivning kallas inom den amerikanska rätten för en *midnight raid*. För att sedan försäkra sig om att budet kommer att accepteras av målbolagets aktieägare, köper budgivaren upp en så stor andel av målbolaget som möjligt.<sup>33</sup> Det bör dock observeras att inom den svenska och europeiska regleringen har det i likhet med USA införts flaggningsregler enligt 4 kap. 5 § lagen om handel med finansiella instrument (LHF) och art. 9 öppenhetsdirektivet. Enligt dessa regler ska ändringar i aktieäggande som överstiger eller understiger tröskelvärdena 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 50 % anmälas. Sedan skiljer sig regleringarna i de olika bestämmelserna. I LHF lydelse dras gränsen vid 75 % samtidigt som direktivet anger tröskelvärdena 66 % (2/3) och 90 %. Anmälan ska göras till Finansinspektionen enligt 4 kap. 3 § LHF. Denna anmälningsskyldighet kan sägas neutralisera överraskningsmomentet på den svenska och europeiska marknaden.

Vad gäller det erbjudna vederlaget till aktieägarna vid ett uppköpserbud har den svenska regleringen inte ändrats väsentligt. I den äldre versionen av ABL från år 1975 fanns det bestämmelser gällande lösenbeloppet vid inlösen av minoritetsaktier som kunde bestämmas vid ett eventuellt takeover-erbjudande, på samma sätt som inlösen av minoritetsaktier regleras i 22 kap. i nya ABL. Den äldre lagen innehöll även bestämmelser kring den så kallade särregeln, när en överväldigande majoritet i bolaget accepterade det framförda priset. Problem uppstod då det inte fanns någon bestämd lagreglering som behandlade värderingen och prissättningen. I samband med denna avsaknad började principerna om beräkning av lösenbelopp utvecklas i skiljemanna- och domstolspraxis. Ur detta gick det att urskilja två principiella tillvägagångssätt för värdering av aktien. Det ena sättet var att rikta sig efter börskursen och aktiens marknadsmässiga försäljningspris. Det andra tillvägagångssättet var att genomföra en företagsvärdering eller som det även kallas – *due diligence*.<sup>34</sup>

---

<sup>31</sup> Bergström C. m fl, Aktiebolagets grundproblem, s 56f

<sup>32</sup> Eklund, K, Stattin, D, Kapitalmarknadsrätt, 2015, s.33

<sup>33</sup> Jonsson, T, Försvarsmetoder mot fientligt företagsförvärv, JT 1996/97, s. 891 ff.

<sup>34</sup> af Sandeberg, C, Aktiebolagsrätten, 2007, s. 227

Det är på grund av denna indelning vid tillvägagångssättet av aktievärdering viktigt att i praktiken separera förhandlade bud och fientliga bud. I ett förhandlat bud samarbetar parterna och framarbetar villkoren för budet tillsammans. I sådana fall utför det budgivande bolaget en due diligence prövning med målbolagsstyrelsens medverkan. Parterna kan även avtala om så kallade *deal protections*, avtal som exempelvis förbjuder målbolaget att söka efter alternativa erbjudanden på marknaden eller bestämma en så kallad *breakup fee*.<sup>35</sup> Fientliga uppköp däremot riktar sig till målbolagets aktieägare samtidigt som det kringgår målbolagets styrelse.<sup>36</sup> I AMNs uttalanden, främst i uttalandet 2006:55 i MANs uppköp av Scania, har det framkommit att ett målbolag har full rätt att vägra budgivarbolaget något bistånd vid förberedelserna av ett framlagt fientligt erbjudande, bland annat medverka i genomförandet av en due diligence - prövning. Styrelsen kan avslå begäran att tillhandahålla information som ännu ej blivit offentliggjord, bistå med information som kan vara av relevans för erbjudandehandlingen samt vägra genomförandet av en due diligence-prövning.<sup>37</sup>

Framläggandet av uppköpserbjudanden är numera vanligt på svenska finansmarknaden och regelmässigt omfattar erbjudandena samtliga aktierna i målbolaget<sup>38</sup> Varje värdepappersbolag på aktiemarknaden är skyldigt att själva ta på sig ansvaret att utfärda interna instruktioner om hanteringen av intressekonflikter som kan uppstå i samband med exempelvis utförandet av bolagets egna affärer.<sup>39</sup> Hanteringen skall i sin tur fokusera på aktieägarnas intressen och bolagets verksamhetens vinstsyfte som regleras i 3 kap. 3 § ABL. Det är sedan verksamhetens syfte som ska ha funktionen av en övergripande handlingsnorm för de beslutsfattande organen i aktiebolaget. På så sätt ställdes det ett krav på att alla beslut som fattas ska ligga i linje med det bolagssyfte som har fastställts.<sup>40</sup>

### 2.1.2 Ökningen av fientliga företagsförvärv på den svenska marknaden

Det faktum att förekomsten av *hostile takeovers* var förr ett sällan förekommande fenomen på den svenska och den västeuropeiska marknaden (exklusive England) torde ha berott på det starkt koncentrerade ägandet inom bolagen. Med det menas att endast ett fåtal ägare innehade röstmajoriteten.<sup>41</sup> Något som bidrog till detta var det faktum att differentierad rösträtt är tillåten inom den svenska bolagsrätten. Aktier kan därför ha olika röstvärde så länge röstproportionen inte överskrider 1:10 enligt 4 kap. 5 § ABL.

Ytterligare en anledning till att företagsförvärv var sällan förekommande på nationella värdepappersmarknaden torde ha berott på det utlänningsförbehåll som gällde i Sverige fram till år 1992. Detta utlänningsförbehåll reglerade det utländska ägandet av svenska bolag i betydande omfattning. Motivationen bakom införandet var att alla internationella investeringarna

---

<sup>35</sup> (Även ibland kallade för *termination fee*) En ersättning som bestäms mellan parterna som kompensation om en av parterna backar ur på grund av exempelvis ett alternativt erbjudande.

<sup>36</sup> Eklund, K, Stattin, D, Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, 2013, s. 379

<sup>37</sup> AMN 2006:55 (Scania – MAN), s. 2

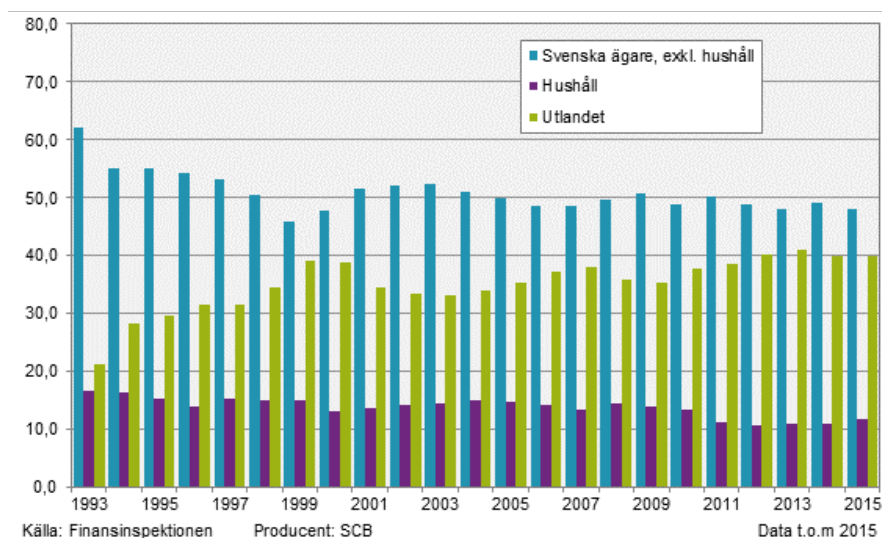
<sup>38</sup> SOU 2005:58 – Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden, s. 52

<sup>39</sup> SOU 2006:50 – En ny lag om värdepappersmarknaden, s 80

<sup>40</sup> Skog, R, Om betydelsen av vinstsyftet i aktiebolagslagen, SvJT 2015 s. 13

<sup>41</sup> Jonsson, T, Försvarsmetoder mot fientligt företagsförvärv, JT 1996/97, s. 888

sammanlagt hade större ekonomiska resurser än de svenska som en grupp. Dessa resurser skulle kunna ha använts för framtida förvärv på den svenska nationella marknaden.<sup>42</sup> Vid granskning av nuläget när förbehållet är borttaget går det att se att läget håller på att ändras varje år.<sup>43</sup>



I Finansinspektionens och Statistiska Centralbyråns diagram ovan kan det bland annat utläsas att det utländska ägandet av aktier på den svenska finansmarknaden har ökat ständigt de senaste åren, samtidigt som det svenska ägandet har minskat. I samband med tillväxten av det utländska ägandet kan de utländska bolagens vilja att expandera inte uteslutas ur bilden. Statistik visar däremot att trots ökningen i antal är det trots detta ett stort antal uppköpserbjudanden som inte genomförs. Anledningarna varför vissa framlagda förvärvserbjudanden misslyckas varierar. Oftast har det berott på att en konkurrerande budgivare har kommit med ett mer attraktivt bud. Andra anledningar har varit att minoritetsaktieägare har motsatt sig budet, att budgivaren fick svårigheter med finansiering av sitt bud vilket medförde att konkurrensmyndigheter fick blanda in sig och ändra erbjudandets förutsättningar m.m.<sup>44</sup>

En tendens i diagrammet som kan observeras är det faktum att simultant med ökandet av det utländska ägandet har det privata ägandet av aktier i de svenska hushållen minskat. Det kan spekuleras om denna minskning beror på ett minskat förtroende för den svenska aktiemarknaden men detta kommer inte behandlas närmare i denna uppsats. Detta med anledning av att denna potentiella minskning av förtroendet för aktiemarknaden bland svenska hushåll inte har någon direkt anknytning till förekomsten av fientliga företagsförvärv på den svenska finansmarknaden.

<sup>42</sup> Jonsson, T, Försvarsmetoder mot fientligt företagsförvärv, JT 1996/97, s. 889

<sup>43</sup> Diagram: [http://www.scb.se/sv/\\_Hitta-statistik/Statistik-efter-amne/Finansmarknad/Aktieagarstatistik/Aktieagarstatistik/6450/6457/76596/](http://www.scb.se/sv/_Hitta-statistik/Statistik-efter-amne/Finansmarknad/Aktieagarstatistik/Aktieagarstatistik/6450/6457/76596/), hämtad 21/5- 2016

<sup>44</sup> SOU 2005:58 – Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden, s. 51

## 2.2 Internationell utblick

### 2.2.1 Rätten att vidta försvarsåtgärder inom den amerikanska rätten

#### 2.2.1.1 The Williams Act

Försvarsmetoderna mot fientliga företagsförvärv är en omdiskuterad rättslig företeelse som främst har behandlats inom de utländska rättssystemen, som mest inom den amerikanska rätten.<sup>45</sup> Anledningen till detta är det faktum att majoriteten av de försvarsåtgärder som tillämpas på marknaden är företeelser som växt ut ur den amerikanska bolagsrätten.<sup>46</sup> Försvarsåtgärder kan klassificeras i två kategorier: svaga och kraftfulla. De svaga innebär att budgivaren tvingas att ombilda sitt stående bud utan att själv förvärvet förhindras eller försvåras. Kraftfulla metoder i sin tur hindrar förvärvet i sin helhet. Detta innebär att målbolagets ägarstruktur förblir orörd och företagsstyrelsen behåller till fullo sina befattningar.<sup>47</sup>

Den amerikanska regleringen skiljer sig kraftigt från den europeiska rätten då de försvarsmetoder som i huvudregel är förbjudna enligt de europeiska bestämmelserna är tillåtna i USA. Båda de rättsliga systemen har som sitt fundamentala mål att bygga upp en värdepappersmarknad som kommer grundas på effektivitet. Problematiken kring detta är dock att det inte existerar någon samstämmighet gällande den ekonomiska nyttan bakom försvarsåtgärder.

Ett väsentligt särdrag mellan det amerikanska och det europeiska rättssystemet är att så kallade *tender offers*, är reglerade på både federal och delstatlig nivå. Detta innebär att vid en rättskonflikt i samband med takeovers bör det först göras ett lagval mellan den federala lagstiftningen, den så kallade Williams Act, eller lagstiftningen i den delstat där målbolaget är registrerat och har sitt säte.<sup>48</sup>

Williams Act är en federal lagstiftning som stiftades år 1968 som en motreaktion på den våg av fientliga bolagsförvärv och försök, främst kontanterbudandena, som uppkom i samband med marknads utveckling. Vid tidpunkten då Williams Act hade antagits ägdes majoriteten av aktierna på marknaden av enskilda aktieägare. Dessa aktieägare var splittrade samt illa informerade vilket medförde att de var inkapabla att utöva sina rättigheter som aktieägare. Som resultat riskerade de fientliga kontanterbudandena att skada och på så sätt sänka värdet genom att ställa aktieägarna mot väggen och tvinga dem att överlåta sina aktier under en väldigt kort tidsfrist. Williams Act utformades utifrån behovet att bygga upp ett skydd för dessa aktieägare som fick stå framför allvarliga dilemman när fientliga budgivare, så kallade ”*corporate raiders*”, utgjorde försök att ta över bolag där de ägde en bestämd aktiepost. Avsikten med lagen var att fylla de luckor som fanns i den federala och de delstatliga bolagsrätterna, då federala säkerhetslagstiftningen sedan innan innehöll upplysningskrav vid

---

<sup>45</sup> Stattin, D, Keisu, J, Bolagsorgan och bolagsstyrning, 2009, s. 136

<sup>46</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 375

<sup>47</sup> Jonsson, T, Försvarsmetoder mot fientligt företagsförvärv, JT 1996/97, s. 889

<sup>48</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 115f.

så kallade *proxy fights*<sup>49</sup> och aktie- för aktie- utbyten (*share-for-share exchanges*), samtidigt som inga regler behandlade kontanta uppköpserbjudanden.<sup>50</sup> Kravet som ställdes nu genom lagreglering var att målbolagets aktieägare skulle få tillräckligt mycket tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut.<sup>51</sup> Enligt title 15 U.S.C § 78<sup>52</sup> och de föreskrifter som utfärdats av Securities and Exchange Commission regleras villkoren för erbjudandens framläggning. Exempelvis ska anbudsförfarandet vara öppet i minst tjugo arbetsdagar. Erbjudet ska riktas gentemot alla aktieägare som ska erbjudas det ”bästa” priset för sina aktieandelar. Genom denna informationsplikt och likabehandling går det att dra paralleller till de andra rättssystemen, bland annat det svenska.

Under samma tid som Williams Act utformades, uttalade sig den amerikanska kongressen om att uppköp av underpresterande företag skulle kunna gynna aktieägarna och ekonomin som helhet. De menade även att otillbörliga åtgärder som skulle kunna hindra förvärvet av stora aktieposter skulle kunna medföra betydande skador för den reglerade marknaden och dess effektivitet. Kongressen underströk därför relevansen av balansen mellan styrelsernas, potentiella köparnas och aktieägarnas olika intressen.<sup>53</sup> Det som då urskildes var två positiva aspekter med fientliga uppköpserbjudanden. Det ena var att förekomsten av ett sådant bud tjänade till att förbättra den befintliga styrelsens prestanda och få deras intressen att anpassas mer efter aktieägarnas. Det andra var att fientliga bud, trots att de ibland misslyckades, tenderade att provocera fram omstruktureringar som i sin tur frigjorde produktiva resurser för att de senare skulle kunna omfördelas till områden i ekonomin för effektiv användning. Med detta som utgångspunkt skapades det amerikanska regelverket.<sup>54</sup> Under utformningen av Williams Act uppmärksammade dock inte kongressen den möjligheten att ett fientligt uppköpserbjudande allvarligt kan skada de intressenter som inte är aktieägare. Det fanns dessutom inga officiella bevis som kunde styrka deras antaganden att sådana erbjudanden verkligen tjänade till att omfördela resurserna till högre värderade användningsområden.<sup>55</sup>

Vid tillämpningen av amerikansk rätt krävs det först ett avgörande om den federala lagstiftningen är tillämplig. Det finns ingen klar lagdefinition av begreppet ”*tender offer*” utan den amerikanska myndigheten Securities and Exchange Commission har kommit fram med åtta rekvisit gällande vad som kan anses som ett uppköpserbjudande. Det finns inte något krav på att alla dessa ska vara uppfyllda, men om det fastslås att ett uppköpserbjudande är för handen blir Williams Act tillämplig. Den delstatliga regleringen kan däremot tillämpas parallellt med den federala eller användas för att fylla i på oreglerade områden.<sup>56</sup>

---

<sup>49</sup> En av de åtgärder som kan vidtas av en fientlig budgivare. Budgivaren försöker övertala målbolagets aktieägare att den aktuella bolagsstyrelsen bör ersättas.

<sup>50</sup> *The Williams Act: A Truly "Modern" Assessment*, s. 1f., <http://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2011/10/The-Williams-Act-A-Truly-Modern-Assessment.pdf>, hämtad 27/4 - 2016

<sup>51</sup> Bebhuk, L, A., Jackson, R, J., *Toward a Constitutional Review of the Poison Pill*, 2014, s. 8f.

<sup>52</sup> Williams Act inkorporerades i Securities and Exchange Act, som i sin tur publicerades i United States Code

<sup>53</sup> *The Williams Act: A Truly "Modern" Assessment*, s. 1f., <http://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2011/10/The-Williams-Act-A-Truly-Modern-Assessment.pdf>, hämtad 27/4 - 2016

<sup>54</sup> Deakin, S, Slinger, G, *Hostile Takeovers*, Corporate Law and the Theory of the Firm, 1997, s. 124

<sup>55</sup> Johnson, L, Millon, D, *Misreading the Williams Act*, 1989, s. 1907

<sup>56</sup> Stattin, D, *Takeover*, 2009, s. 116

### 2.2.1.2 Delaware Anti-Takeover Statute

Förutom den federala lagstiftningen så finns det separata regelverk som uppställs i de separata delstaterna. Målbolaget ska följa den delstats lag i vilket det är inkorporerat och i lagen finns bland annat bestämmelser om hur bolaget ska styras (styrelsens så kallade *duties of care* och *fiduciary duties*), hur bolagsstyrelsen ska utse, reglerna kring bolagsstämma samt reglering kring fientliga förvärvserbjudanden. Det går att urskilja det faktum att tillämpningen av försvarsåtgärder inom det amerikanska systemet är mycket mer tillgänglig då vissa delstater har till och med så kallade *anti-takeover statutes* som har till syfte att reglera möjligheterna att hindra eller försvåra fientliga företagsförvärv.<sup>57</sup> Staten Delaware är en av de stater som har sådan reglering. Då ett amerikanskt bolag har rätten att välja i vilken delstat det ska inkorporeras och följaktligen vilken lag som ska efterföljas, är majoriteten av amerikanska börsbolag registrerade i denna delstat vilket har resulterat i att just denna lag tillämpas väldigt ofta i USA. Att detta delstatsregelverk är så populärt bland de amerikanska företagen har Delaware tjänat på då staten har fått möjligheten att internationalisera de kostnader och fördelar som tillkommer i samband med marknaden. Förutom att majoriteten av fientliga förvärvare är registrerade i Delaware, vilket resulterar i marknadsexpansion i samband med deras verksamhet, så bedrivs ett antal verksamheter direkt i delstaten. På grund av det stora antalet potentiella målbolag görs det även mer lönsamt för utländska företag att utöva eventuella påtryckningar i Delaware. Detta har medfört att Delaware som delstat har blivit något av ett internationellt marknadsforum.<sup>58</sup>

Staten Delaware har blivit populär bland de amerikanska bolagen på grund av sin reglering där skyddet av de olika intressena skiljer sig väsentligen från regleringen i andra stater. Motivationen bakom detta är bland annat att få av de registrerade bolagen bedriver någon faktisk verksamhet inom staten.<sup>59</sup> Denna lag har även gett bolagsstyrelserna en betydligt större maktposition. I praxis har det framkommit att Delawares stadga har gett bolagsstyrelserna den avgörande rollen vid lyckade fientliga företagsförvärv och på så sätt begränsar aktieägarnas möjlighet att ta ställning vid framläggandet av sådana erbjudanden.<sup>60</sup>

## 2.2.2 Den engelska självregleringens utformning och betydelse

### 2.2.2.1 Bakgrund

Trots att *hostile takeovers* är ett bolagsrättsligt fenomen som har sitt ursprung i den amerikanska rätten så är det den engelska regleringen som har varit av stor relevans för den svenska regleringen.<sup>61</sup> England räknas vara det europeiska land som har mest erfarenhet gällande takeover-erbjudanden.<sup>62</sup> Konceptet med en självreglering gällande takeovers härstammar från England. Inom den engelska rätten upprättades de så kallade Queensberry Rules (Notes on Amalgamation of British Businesses) år 1959, ett regelverk skapat i London

---

<sup>57</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 116

<sup>58</sup> Romano, R, The Future of Hostile Takeovers, 1988, s. 468

<sup>59</sup> Johnson, L, Millon, D, Misreading the Williams Act, 1989, s. 1888

<sup>60</sup> Johnson, L, Millon, D, Misreading the Williams Act, 1989, s. 1884

<sup>61</sup> Morse, G, Company Law, 1999, s. 601

<sup>62</sup> SOU 2005:58 – Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden, s. 63

av en arbetsgrupp sammansatt av olika finansaktörer. Detta regelverk skulle i fortsättningen ligga till grund för den idag aktuella Takeover Code.<sup>63</sup>

Som ovan nämnts var och är fientliga bolagsförvärv en vanligt förekommande företeelse på den engelska marknaden. Majoriteten av bolagsförvärv på den engelska marknaden sker inte i förbindelse med en överenskommelse<sup>64</sup> eller rekonstruktion<sup>65</sup> utan i samband med att ett bolag förvärvar ett bolag i sin helhet eller majoriteten av målbolagets aktier genom ett takeover-bid gentemot målbolagets aktieägare. I stort sett sker ett företagsförvärv på samma sätt som det sker på den svenska marknaden. Förvärvar köparen 90 procent eller mer av målbolagets aktier har denne full rätt att tvinga målbolagets aktieägare att även sälja resterande aktier enligt bestämmelserna i sektion 428-430F i Companies Act.<sup>66</sup>

### 2.2.2.2 The Takeover Code

Takeover Code (eller City Code) är den viktigaste regleringen i England gällande bolagsförvärv och har spelat en essentiell roll även för den svenska regleringen. Det är en självreglering som inte har någon tvingande karaktär.<sup>67</sup> City Code är tillämplig vid uppkomsten av uppköpserbudanden avseende värdepapper i alla brittiska aktiebolag som är publika, oberoende på var dessa är noterade.<sup>68</sup> Denna normsamling tillkom för första gången år 1985 och var ett resultat av en våg av takeover- erbjudanden som fick en stor uppmärksamhet på den engelska marknaden. Grunden i dessa bestämmelser blev den fundamentala likabehandlingsprincipen då det ansågs att minoritetsaktieägarna var den grupp som saknade skydd.<sup>69</sup> Bestämmelserna har i stort sätt inte förändrats under åren och regleringen har fortfarande som syfte att främst garantera rättvis likabehandling för alla aktieägare som är i samma klass från både målbolagets och budgivarens sida. Regleringen säkerställer att aktieägarna inte nekas rätten att ta ställning vid ett uppköpserbudande samt sätter upp ramar inom vilka detta erbjudande och övertagande bör genomföras. Takeover Code är utformat på sådant sätt att den ska kunna tillsammans med andra regelverk kunna arbeta mot en stark integritet på den gemensamma finansmarknaden. På så sätt avgränsar sig City Code från att reglera de kommersiella och ekonomiska fördelar eller nackdelar som tillkommer i samband med ett företagsövertagande, utan lämnar detta som interna frågor som bör lösas mellan bolaget och dess aktieägare. Bredare frågor som är av mer allmänt intresse, såsom exempelvis konkurrenspolitik, skickas vidare till andra ansvariga nationella eller europeiska myndigheter och organ.<sup>70</sup>

City Code bygger främst på sex generella principer. Den första fastställer likabehandlingsprincipen och stadgar att alla innehavare av värdepapper av samma klass i ett målbolag måste behandlas likvärdigt. Om dessutom kontrollen över målbolaget förvärvas av en person, skall övriga värdepappersinnehavare vara skyddade. Den andra principen

---

<sup>63</sup> Morse, G, Company Law, 1999, s. 601

<sup>64</sup> Section 425 The Companies Act, 2006

<sup>65</sup> Section 110 The Insolvency Act, 1986

<sup>66</sup> Morse, G, Company Law, 1999, s. 601

<sup>67</sup> Morse, G, Company Law, 1999, s. 601

<sup>68</sup> SOU 2005:58 – Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden, s. 63

<sup>69</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 421f

<sup>70</sup> <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure>, hämtad 12/05- 2016

föreskriver att alla innehavare av värdepapper i ett målbolag ska ha tillräckligt mycket med tid och information för att kunna fatta ett välgrundat beslut gällande det framlagda erbjudandet. Värdepappersinnehavarna och bolagsstyrelsen ska sedan ge sina synpunkter gällande effekterna genomförandet av erbjudandet kommer ha på anställningen, anställningsvillkoren samt områdena för bolagets verksamhet. Styrelsen i målbolaget måste sedan, enligt tredje principen, agera i intresse för bolaget som helhet och har inte rätten att förvägra övriga värdepappersinnehavare att ta ställning till erbjudandet. Under denna period får, enligt den fjärde principen, inga vilseledande marknader skapas i värdepapper i målbolaget, av budgivarbolaget eller annat bolag som berörs av budet på ett sådant sätt som skulle resultera i en höjning eller sänkning av priserna på värdepapperna som blir artificiell eller förvränger marknadens funktion. Vad gäller budgivarbolaget så fastställer den femte generella principen att inga bud får läggas fram förens budgivaren kan erlagga full kontant ersättning, om sådan ersättning erbjuds, samt efter att ha tagit alla rimliga åtgärder för att säkerställa genomförandet av alla punkter som ska tas hänsyn till. Slutligen stadgas det att målbolaget inte får hindras att bedriva sin verksamhet under en längre tid än vad som kan anses vara skäligt med hänsyn till budet lagt på bolagets värdepapper.<sup>71</sup> Grundprinciperna fastställs och specificeras sedan av 38 regler.

City Code innehåller även regler gällande budplikt samt styrelsens handlingsförmåga vid uppkomsten av ett uppköpserbjudande. Om ett budgivande bolag lyckas uppnå ett aktieinnehav som ger kontroll i målbolaget, skall budgivaren erbjuda sig att förvärva resterande aktier. Som huvudregel stadgas att budplikten utlöses då aktieinnehavet motsvarar 30 % eller mer av det totala röstvärdet i målbolaget. Styrelsen har inte rätten att exempelvis emittera några nya aktier, optioner eller konvertibler och har inte rätten att sälja målbolagets större tillgångar utan bolagsstämmans tillåtelse.<sup>72</sup> Englands översynsmyndighet kallas *Panel on Takeovers and Mergers*.<sup>73</sup>

### 2.2.2.3 The Takeover Panel

The Takeover Panel (Panelen) grundades år 1968 av The Bank of England och är en självständig institution som har som uppgift att administrera och sköta City Code, ett regelverk med alla bestämmelser samlade gällande övertaganden och liknande förhållanden, samt fungera som en övervakande myndighet.<sup>74</sup> Som tillsynsmyndighet utför Panelen sina reglerade funktioner i enlighet med vad som stadgas enligt de gemensamma europeiska bestämmelserna i takeover-direktivet. Panelens lagstadgade uppgifter bestäms i enlighet med reglerna uppräddade i 1 kap. 28 delen i Companies Act 2006. De koordinerar huvudsakligen arbetet hos företag med sin hemvist i Storbritannien, men kan även under vissa omständigheter dela detta arbete med en översynsmyndighet i ett annat medlemsland. Detta kan exempelvis ske om det aktuella målbolaget är registrerat i Storbritannien men har sina värdepapper upptagna till handel på en reglerad marknad i ett annat medlemsland.

---

<sup>71</sup> The Takeover Code, General Principles, (sid. 52), section B1 (<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>), hämtad 10/4- 2016

<sup>72</sup> SOU 2005:58 – Ny reglering av offentliga uppköpserbjudanden, s. 64

<sup>73</sup> <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure>, hämtad 21/04- 2016

<sup>74</sup> Morse, G, Company Law, 1999, s. 603



Omfattningen och fullständig information kring Panelens arbete, ansvar och omfattningen av dess jurisdiktion regleras närmare i avsnitt 3, 4 samt inledningen till City Code.<sup>75</sup>

## 2.3 Den svenska regleringen kring uppköpserbjudanden

### 2.3.1 Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden

#### 2.3.1.1 Bakgrunden till bestämmelserna i lagen om offentliga uppköpserbjudanden

År 1997 genomfördes väsentliga ändringar i det europeiska takeover-direktivet. Kommissionen övergav en äldre lagmodell som stadgade att ett övertagande av majoriteten av aktierna i ett noterat bolag skulle innebära att ett identiskt erbjudande skulle läggas fram till de övriga aktieägarna. Den nya regleringen föreskrev ett mer smidigt arrangemang under vilket även andra lösningar skulle anses vara acceptabla. Efter detta kom ytterligare ett förslag till ändring i direktivet där staternas skyldighet att fastställa regler om budplikt vid ett majoritets-övertagande återigen aktualiserades. Det föreskrevs att kontanta betalningar skulle erbjudas om budet var i form av likvida värdepapper som säljs på en reglerad marknad i EU eller EES. Dock så blockerades förslaget.<sup>76</sup>

De artiklar i direktivet som har varit föremål för omfattande diskussioner under regelverkets utformning var artiklarna 9 samt 11, den även så kallade genombrottsregeln. Art 9 i det europeiska takeover-direktivet är det lagrum som främst behandlar förvärvserbjudanden och målbolagets handlingsförmåga under den pågående budtiden. Direktivets lydelse i denna centrala artikel följer de bestämmelser som stadgas i den brittiska *Takeover Code*:s generalprinciper och på så sätt överensstämmer med reglerna i majoriteten av de andra medlemsländerna. Artikelns lydelse föreskriver att bolagsledningen bör innan en åtgärd vidtas inhämta godkännande från bolagets stämma. I bestämmelsen framgår även vid vilken tidpunkt detta obligatoriska godkännande bör inhämtas samt när bolagsstyrelsen har skyldighet att yttra sig gällande erbjudandet.<sup>77</sup>

Kommissionen hade ingen framgång med att ge bestämmelserna i art. 9 och art. 11 en tvingande karaktär bland medlemsländerna, vilket skulle innebära en risk att antagandet av direktivet i unionen skulle bli omöjligt. För att eliminera denna risk infördes bestämmelsen i art. 12 om frivilliga system vilket gjorde tillämpningen av art. 9 och art. 11 frivilliga för unionens medlemmar. Art. 12 p. 2 st. 1 fastställer uttryckligen att alla stater i EU inte är tvingade att implementera och efterfölja lydelseerna i art. 9 p. 2, 9 p. 3 samt art. 11 i sin helhet. Bestämmelserna är dock implementerade i det svenska regelverket.<sup>78</sup> Lydelsen i art. 9 utgör grunden till 5 kap 1 § LUA som innehåller samma tvingande bestämmelser. Möjliga försvarsåtgärder mot bolagsförvärv reglerades nu i en särskild bestämmelse i LUA, utöver det som reglerades enligt den redan befintliga självregleringen.<sup>79</sup> I utredningen till denna lag

<sup>75</sup> <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure>, hämtad 12/05- 2016

<sup>76</sup> Werlauff, E, EU-Company Law, 2003, s. 93

<sup>77</sup> Prop. 2005/06:140, s. 60

<sup>78</sup> Prop. 2005/06:140, s. 61

<sup>79</sup> Prop. 2005/06:140, s. 60

framkom det dock att den nya lagregleringen skulle få en mer generell räckvidd än den som fastslogs av självregleringens bestämmelser. Det framfördes bland annat att det bör anses vara olämpligt att olika sanktioner blir aktuella beroende på var det svenska bolaget var börsnoterat. Utredningen resulterade även i införlivandet av art. 11 i samband med dess systematiska och materiella relation till innehållet i art. 9. Problematiken kring försvarsåtgärder har dessutom en så pass stor materiell betydelse att behovet av en nerskriven tydlig lagreglering framkom under utredningen utifrån allmänna utgångspunkter. Dessa resonemang låg till grund för den nya LUA där regleringen numera var tillämplig på alla svenska bolag med noterade aktier i landet eller utomlands och bolagsstämman fick en starkare position då dess tillåtelse blev ett krav för vidtagande av försvarsåtgärder vid ett uppköpserbjudande.<sup>80</sup>

### 2.3.1.2 Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden

Skillnaderna mellan den svenska regleringen och rättssystemen från andra länder, främst den amerikanska rätten, har inneburit att vissa åtgärder är i stort sätt omöjliga att vidta för svenska bolag, vilket kan sägas bero på två generella faktorer. Den ena faktorn är att styrelsen i målbolaget inte har rätten att emittera nya aktier enligt 11 kap. 2 § ABL, eller inneha aktier som är emitterade men inte utgivna. Den andra faktorn är att styrelsen inte har rätt att fritt ändra företagets bolagsordning enligt lydelsen i 3 kap. 4 § ABL. Därför bör det främst göras en bolagsrättslig bedömning vad avser om en försvarsåtgärd som är fullt tillåten enligt amerikansk rätt kan tillämpas på den svenska marknaden.<sup>81</sup>

På den svenska aktiemarknaden anses tillämpningen av försvarsmetoder som regel vara otillbörligt handlade från styrelsens sida enligt 5 kap. 1 § LUA, då sådant agerande bedöms strida mot aktieägarnas intresse i målbolaget. 5 kap. 1 § LUA lydelse är följande:

*”Om styrelsen eller verkställande direktören i ett sådant bolag som avses i 3 kap. 1 § andra stycket, 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, som är ägnade att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande.*

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

Förbudets utformning är ägnad åt att skydda målbolagets aktieägare och främst ge aktieägarna friheten att avyttra sina aktier till valfri köpare. Men vidtagandet av en viss försvarsåtgärd kan även vara av intresse då detta kan pressa upp vederlaget för det framlagda budet för att få målbolagets aktieägare välvilligt inställda gentemot transaktionen.<sup>82</sup>

Då den svenska regleringen består av ett samspel mellan den nationella lagen, det europeiska direktivet, självregleringen i form av takeover-reglerna och det engelska fundamentala regelverket (i och med att man i självreglering ofta söker ledning i engelsk praxis på området), innebär detta att normhierarkin på området blir relativt invecklad och

<sup>80</sup> Prop. 2005/06:140, s. 60f.

<sup>81</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 375

<sup>82</sup> Stattin, D, Keisu, J, Bolagsorgan och bolagsstyrning, 2009, s. 136

svårdefinierad. Svenska LUA påverkas även i hög grad av ABL som stadgar bolagsstyrelsens roll och ställning i aktiebolaget samt dess ansvar gentemot marknadens intressenter.<sup>83</sup>

Enligt den tvingande bestämmelsen i 5 kap. 1 § LUA får försvarsåtgärder tillämpas endast efter att ett sådant beslut har tagits vid bolagsstämman. Dock så får inte dessa försvarsåtgärder, enligt första stycket, ha som ändamål att försämra förutsättningarna för lämnandet eller genomförandet av erbjudandet. Med bolag menas svenska aktiebolag vars aktier har blivit noterade vid en börs som kan antingen vara svensk eller utländsk, en auktoriserad marknadsplats eller annan reglerad marknad.<sup>84</sup> Bolagets styrelse eller VD måste även avstå från tillämpning av försvarsåtgärder och få begränsade handlingsmöjligheter om budgivarbolaget tillhandahåller information som enligt kravet ger ”grundad anledning att anta att ett erbjudande är nära förestående”.<sup>85</sup> Med detta menas att informationen måste i viss mån vara konkret och att det ska kunna antas att det budgivande bolaget har tillräckliga finansiella resurser för att genomföra det framlagda erbjudandet. Detta innebär att styrelsen inte har någon rätt att på eget initiativ vidta åtgärder som skulle kunna motarbeta erbjudandet utifrån en egen bedömning och antagande att erbjudandet inte kommer vara tillräckligt attraktivt för målbolagets aktieägare.<sup>86</sup>

I LUA:s förarbeten har det framgått att detta även är tillämpligt om informationen inte direkt har tillhandahållits bolagsstyrelsen eller VD, utan innan har passerat något/några andra led. Det bör även anses vara tillräckligt om endast en ledamot i styrelsen har fått ta del av denna information. Om styrelsen inte fått någon kännedom om erbjudandet för att budgivarbolaget exempelvis har valt att lägga fram ett erbjudande utan någon förhandsinformation, blir tidpunkten för avståendet från någon försvarsåtgärd då uppköpserbjudandet offentliggörs.<sup>87</sup>

I propositionen till LUA understryker man att det är omöjligt att ange på ett grundligt och utförligt sätt vilka åtgärder från målbolagets sida som skulle kunna vidtas i de fall då dessa bestämmelser inte är tillämpliga. I förarbeten konstateras att exempel på tillåtna åtgärder som kan anses vara tillåtna är riktad emission av aktier, förvärv av egna aktier samt en överlåtelse eller ett förvärv av tillgångar. Något som i viss mån ska kunna anses som lovligt är ett erbjudande om köp av aktier från målbolaget till budgivarbolagets aktieägare eller aktieägare i något annat bolag. Även ett dotterbolag ska kunna förmås att vidta sådana handlingar. Bedömningen ifall sådant eller liknande agerande faller under bestämmelsen i 5 kap. 1 § LUA och art. 9 takeover-direktivet torde bero på om syftet med handlingen är att ”försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande”.<sup>88</sup> Åtgärder som har som syfte att försämra dessa förutsättningar får endast vidtas efter att ett beslut som detta har fattats vid bolagsstämman. Detta innebär även att ett bemyndigande som har lämnats sedan innan inte kan ligga till grund för sådant handlande. Detsamma gäller om styrelsen fattar beslut om åtgärder under förutsättningarna att stämman i efterhand kommer att godkänna

---

<sup>83</sup> Eklund, K, Stattin, D, Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, 2013, s. 378

<sup>84</sup> Prop. 2005/06:140, s. 109

<sup>85</sup> Nyström, G, m.fl., Takeover-reglerna: en kommentar (5 april 2016, Zeteo) kommentaren till 5 kap. 1 § LUA

<sup>86</sup> Prop. 2005/06:140, s. 109

<sup>87</sup> Prop. 2005/06:140, s. 109

<sup>88</sup> Prop. 2005/06:140, s. 109f.

beslutet. Alla beslut om åtgärder och vidtagande av sådana utan ett fastställt godkännande anses därför vara otillbörliga. I paragrafens andra stycke fastställs däremot att målföretaget har rätten att söka efter andra erbjudanden utan att det bryter mot föreskrifterna i paragrafens första stycke.<sup>89</sup>

Däremot framkommer det inte i förarbetena till bestämmelsen i LUA några begränsningar gällande storleken på de kostnader som styrelsen i ett målbolag skulle kunna anses ådra bolaget utan att ett preliminärt godkännande från bolagsstämman ska ha givits. Normalt är det inte heller utgifternas storlek som är av intresse vid tillämpningen av 5 kap. 1 § LUA. Det är snarare av betydelse vad pengarna används till.<sup>90</sup>

## 2.3.2 Den svenska självregleringen på aktiemarknaden

### 2.3.2.1 Regleringen kring försvarsåtgärder

Det går att säga att den svenska kapitalmarknaden har två typer av självreglering. Den ena typen växer fram på privat initiativ och har en relativt svag styrka och auktoritet. Den andra kategorin sker genom delegation och är i stort sätt uttrycklig utifrån lagstiftningen på området samt de privata aktörerna. Självregleringens tyngd i den rättsliga normhierarkin bestäms därför mycket utifrån om det finns offentligrättsliga sanktioner, då sanktioner från lagstiftaren självfallet bringar bestämmelserna en betydligt större auktoritet. Självregleringen på takeoverområdet är ett gott exempel på en väl fungerande självreglering med tyngd, där det engelska regelsystemet har legat till grund och satt sina spår i både den europeiska och den nationella rättsutvecklingen. Då LUA tillkom år 2006 fungerade självregleringen som en inspirationskälla.<sup>91</sup>

Enligt bestämmelsen i 13 kap. 8 § VpmL ska den reglerade aktiemarknaden (börsen) ha regler som behandlar takeovers. Det har även i förarbetena till LUA framkommit att förutom lagregleringen ska även motsvarande bestämmelser regleras enligt svensk självreglering.<sup>92</sup> På den svenska aktiemarknaden har självregleringen gällande offentliga uppköpserbjudanden varit aktuell sedan år 1971, då de första reglerna och rekommendationerna tillkom av Näringslivets Börskommitté (NBK). I fortsättningen inordnades denna självreglering in i den nya lagregleringen som tillkom i samband med upprättandet av takeover-direktivet.<sup>93</sup> Lydelsen i den nya regleringen kring försvarsåtgärder skiljer sig numera jämfört med tidigare reglering i NBK-reglerna. Den äldre bestämmelsen avsåg en ”åtgärd, som typiskt sett är ägnad att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande” medan den nya lydelsen i LUA åsyftade en ”åtgärd som är ägnad att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande”. Ändringen resulterade i en betydligt striktare formulering där inte längre en allmän bedömning av om den vidtagna åtgärden typiskt sett var ägnad åt att försämra förutsättningarna efterfrågades. Det behöver nu istället avgöras individuellt från fall till fall. Dock så har AMN i sina uttalanden markerat att trots ändringen

---

<sup>89</sup> Prop. 2005/06:140, s. 110

<sup>90</sup> AMN 2007:10, s. 4

<sup>91</sup> Eklund, K, Stattin, D, Kapitalmarknadsrätt, 2015, s.52

<sup>92</sup> Prop. 2005/06:140, s. 60

<sup>93</sup> Härkönen, E, Aktiemarknadsbolagets informationsgivning, 2013, s. 247

bör samma synsätt kunna tillämpas även vid bedömningarna av aktuella försvarsåtgärder med tillämpning av självregleringen på grundval av bestämmelserna i LUA.<sup>94</sup>

Även praxis har spelat en betydande roll i den svenska självregleringen. Främst uttalanden från sådana myndigheter som AMN har haft en avgörande roll i byggandet av resonemang, lösningar och beslut kring fientliga uppköpserbjudanden samt möjligheten att vidta försvarsåtgärder mot dessa. En riktlinje som har fått en generell karaktär är: ”*de motåtgärder som inte är tillåtna (...) vara dels relativt ingripande, dels av väsentlig materiell betydelse, finansiellt eller affärsmässigt*”.<sup>95</sup> Mot bakgrund av detta uttalande gick det nu utifrån exempelvis en genomförd jämförelse mellan värdet på det framlagda erbjudandet och målbolagets omsättningskostnader, fastställa om styrelsens handlade i målbolaget skulle kunna anses strida mot regleringen.<sup>96</sup>

### 2.3.2.2 Tillämpning av självreglering

Hur självreglering bör tillämpas och analyseras kan vara problematiskt att bestämma på grund av dess ibland oklara roll och tyngd. Detta gäller även när självregleringen kommer till uttryck i lagregleringen. Analysen av sådan reglering bör därför ske på två olika stadium. Först bör en avvägning ske huruvida självregleringens normativitet kommer till uttryck i formen av exempelvis rekommendationer och dess bör-krav. Därefter bör de förekommande normtyperna på området utredas. Det kan exempelvis handla om kompletterande eller utfyllande regler som genom sina formuleringar utgör eller påverkar exempelvis god sed eller andra etiska regler.<sup>97</sup>

Denna fördelning på takeover-området är relativt tydlig. Utöver lagregleringen, med grund i takeover-direktivet, börsernas takeover-regler och Svensk kod för bolagsstyrning (i fortsättningen Koden) som har ett tämligen tydligt skall-krav, genomsyras även området av AMNs uttalanden. Utifrån dessa uttalanden går det att utläsa att självregleringens normativitet skall främst bestämmas enligt den så kallade comply-or-explain-principen<sup>98 99</sup> vilket gör att slutresultatet kraftigt kan variera.

### 2.3.2.3 De svenska översynsmyndigheterna

Det engelska regelverket *City Code* har legat till grund för den europeiska och den svenska regleringen gällande fientliga bolagsuppköp. Den låg exempelvis till grund för NBKs första rekommendation gällande offentliga bolagsförvärv som kom år 1971<sup>100</sup> och som utvecklades vidare till en nyare version år 1988 med ett extra tillägg år 1991. NBKs rekommendationer var länge ett centralt regelverk på den svenska värdepappersmarknaden tills NBK som myndighet utvecklades i maj 2010 och ersattes av Kollegiet för svensk bolagsstyrning. Kollegiet tog över NBKs uppgift att främja den goda bolagsstyrningen på den svenska aktiemarknaden och på så sätt kontrollera att bolagen sköts på ett sätt som är så effektivt som

<sup>94</sup> AMN 2006:55, s. 3f

<sup>95</sup> AMN 2006:55, s. 4, med hänvisning till AMN 2005:47

<sup>96</sup> AMN 2007:10, s. 3

<sup>97</sup> Eklund, K, Stattin, D, Kapitalmarknadsrätt, 2015, s.53

<sup>98</sup> lyd eller förklara

<sup>99</sup> Eklund, K, Stattin, D, Kapitalmarknadsrätt, 2015, s.53

<sup>100</sup> NBKs ”Rekommendation rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv”

möjligt och gynnar aktieägare. Arbetet riktas därför på att styrka och säkerställa marknads och allmänhetens förtroende för bolag. Ytterligare en uppgift är att förvalta Koden, som på samma sätt som NBKs rekommendationer är en samling av riktlinjer beträffande bolagsstyrning och bör följas av alla börsnoterade bolag.<sup>101</sup>

Ytterligare en regelsamling avseende offentliga uppköpserbjudanden, som enligt bestämmelserna i lagen om värdepappersmarknaden (VmpL) ska vara stadgade och utgöra en viktig del i den svenska självregleringen, är de takeover-regler som fastställs av Nasdaq OMX Stockholm. Regelverket ska vara ändamålsenligt och uppfylla de krav som dikteras i det europeiska takeover-direktivet. Reglerna är riktade mot aktiemarknadens aktörer så som budgivare och målbolag, samt även de myndigheter som har till uppgift att ge råd och biträda dessa. Takeover-reglerna är generellt utformade och reglerar huvudsakligen de olika moment som kan uppkomma under budprocessen och regelverket är därför uppbyggt på sådant sätt att det följer hela budprocessen i kronologisk ordning.<sup>102</sup>

Om målbolagets handlande kommer i strid med det som framkommer i bestämmelserna i 5 kap. 1 § LUA (art. 9 takeover-direktivet) är det Finansinspektionens (FI) skyldighet att ingripa. FI föreslogs att bli tillsynsmyndighet på området gemensamt med marknadsplatserna, som fått ett utökat tillsynsansvar.<sup>103</sup> FI kan enligt 7 kap. 6 § LUA avbryta de vidtagna åtgärderna och på sådant sätt förelägga målbolaget att göra rättelse. FI kan även enligt 7 kap. 5 § LUA besluta om att målbolaget ska få dispens från förbudet. Det är även FIs uppgift enligt 7 kap. 4 § att lämna tolkningsbesked om en åtgärd vidtagen av målbolaget ska kunna anses som en försvarsåtgärd mot ett uppköpserbjudande eller inte.<sup>104</sup>

Efter att AMN grundades år 1986 på initiativ av Sveriges Industriförbund och Stockholms Handelskammare, har AMN varit en av de tre myndigheter som tillsammans bildar Föreningen för god sed på värdepappersmarknaden. AMNs bedömningar kan beröra alla ärenden som kan anses vara av betydelse för en aktie i ett aktiebolag vars aktier är noterade vid NASDAQ Stockholm eller NGM. Detta inkluderar även utländska aktiebolag som har utgivit aktier och noterat dessa vid den svenska börsen då åtgärden kräver en bedömning enligt svensk lagreglering.<sup>105</sup> Utöver detta har AMN rätten, enligt 14 kap. 1 § FFFS 2007:17, att lämna tolkningsbesked om huruvida en av målbolaget vidtagen åtgärd ska kunna ses som en försvarsåtgärd samt uttala sig om potentiell dispens. AMN kan sägas vara det beslutsfattande organet som grundar sina beslut på den befintliga regleringen och genom sin praxis påverkar kraftigt hur bestämmelserna tolkas och tillämpas i praktiken.<sup>106</sup>

---

<sup>101</sup> <http://www.bolagsstyrning.se/>, hämtad 13/4- 2016

<sup>102</sup> Nasdaq Takeover-regler, s. 5, [http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/96/96647\\_takeover-regler-2015-02-01.pdf](http://www.nasdaqomx.com/digitalAssets/96/96647_takeover-regler-2015-02-01.pdf), hämtad 14/6- 2016

<sup>103</sup> Prop. 2005/06:140, s. 1

<sup>104</sup> Prop. 2005/06:140, s. 110

<sup>105</sup> [http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden\\_\\_25](http://www.aktiemarknadsnamnden.se/om-aktiemarknadsnamnden__25), hämtad 13/4- 2016

<sup>106</sup> Härkönen, E, Aktiemarknadsbolagets informationsgivning, 2013, s. 248

## 2.3.3 Styrningen av svenska bolag

### 2.3.3.1 Maktförhållandena och den fria överlåtbarheten enligt svensk reglering

Förutom de börsrättsliga regleringarna finns det även bolagsrättsliga regler och principer som ska efterföljas för upprätthållande av god sed på aktiemarknaden. Dessa regler och principer samt deras samspel med den börsrättsliga regleringen är viktiga för genomgången, då de är essentiella för förståelsen bakom det nationella bolagsstyrandet och finansmarknadens uppbyggnad.

Svenska aktiebolag har möjligheten att reglera maktförhållandena vid bolagsstämman eller makten i bolagsstyrelsen genom att ge ut olika aktieserier. Regleringen av maktförhållanden i ett bolag är dock ett känsligt ämne och ABL begränsar möjligheten att exempelvis hindra någon aktieägare från att delta på en stämma eller att någon aktieserie saknar rösträtt. Detta för att sådana hinder skulle medföra att en aktieägare skulle fräntas möjligheten att delta i beslutstaganden för ärenden som läggs fram på bolagsstämman. Dock så bör det observeras att olika röstvärde och olika röststyrka på aktier är fullt tillåtet.

Aktieägarna har en beslutsrätt som kringgår den makt som ges dem på bolagsstämman. Denna rätt är anknuten till aktiernas fria omsättningsbarhet, en rättighet och grundläggande princip som stadgas i 4 kap. 7 § 1 st. ABL. Lydelsen är som sådan att: ”*Aktier kan överlätas och förvärvas fritt, om inte annat följer av ett sådant förbehåll i bolagsordningen som anges i 8, 18 eller 27 § eller annars av lag.*” Denna lagbestämmelse visar tydligt på överlåtelsefriheten, men visar även på att det finns en rad begränsningar. Detta är bland annat hembudsklausuler, förköpsklausuler och samtyckesklausuler.

Hembudsförbehållet regleras i 4 kap. 27 § ABL och är den vanligaste typen av överlåtelsebegränsning på den svenska aktiemarknaden. Förköpsförbehållet regleras i 4 kap. 18 § ABL. Innebörden av båda överlåtelsebegränsningarna är i grunden samma då båda går ut på att en aktieägare ska vid överlåtelse av sina aktier först erbjuda dessa till de andra aktieägarna (eller annan utpekad person i bolagsordningen) i bolaget. Skillnaden är att vid ett hembud erbjuds aktierna till de övriga aktieägarna i bolaget *när ett uppköpserbjudande utifrån framläggs*. Förköpsklausulen innebär dock att aktierna ska erbjudas övriga aktieägare *före överlåtelsen* av aktierna. Det tredje alternativet av överlåtelsebegränsning är samtyckesklausulen som regleras i 4 kap. 8 § ABL. Begränsningens innebär att en aktieägare har skyldigheten att innan en överlåtelse av sina aktier har skyldigheten att först inhämta samtycke till transaktionen hos bolagsstämman eller bolagets styrelse. I 4 kap 9 § 1 st. p.1 ABL framkommer det att i bolagsordningen kan det även stadgas om ”*om bolagsstämman eller styrelsen skall pröva en fråga om samtycke*”. Denna formulering tyder på att denna makt kan läggas helt i styrelsens händer.<sup>107</sup>

---

<sup>107</sup> Eklund, K, Stattin, D, Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, 2013, s. 142ff.

### 2.3.3.2 Skyddet av företagets och aktieägarnas intresse

Något som har fått mycket uppmärksamhet i både nationell samt internationell doktrin är de olika försvarsåtgärder (*takeover defences*) från målbolagets sida som har uppkommit i samband med fientliga uppköpserbjudanden. Enligt den europeiska regleringen begränsas tillämpningen av dessa försvarsåtgärder drastiskt i samband med den så kallade styrelseneutralitetsregeln (*board neutrality rule*) som regleras i 9.2 takeover-direktivet samt 5 kap. 1 § LUA som förbjuder målbolaget att vidta försvarsåtgärder utan ett godkännande från företagets bolagsstämma.<sup>108</sup> Det framkommer även i paragrafens första stycke att åtgärder som vidtas av bolagets styrelse inte ska ha som ändamål att försämra förutsättningarna för erbjudandets lämnande eller genomförande.<sup>109</sup>

De som förespråkar en bolagsstyrelse med en svag och relativt passiv ställning inom bolaget grundar det oftast på argument sammanknutna med problematiken kring agentkostnader samt teorin om en marknad för företagskontroll. Den svenska regleringen kring förbud av vidtagande av försvarsåtgärder är fullt rationell i situationer då ett bud fortfarande ej framlagts. Detta av helt självklara skäl då ett potentiellt budgivarbolag inte kommer se någon mening i att övervaka ett målbolag om det på förhand är känt att målbolagets styrelse har full möjlighet att vidta en försvarsåtgärd som kommer resultera i att all potentiell vinst av ett byte av styrelse kommer tilldelas målbolagets aktieägare.<sup>110</sup>

På så sätt kan det ses att motiveringen bakom beslutet att hålla sig till en rättsreglering där styrelsen i ett bolag ska ha ett neutralt förhållningssätt är till fullo grundad i diverse ekonomiska teorier som sällan tar någon hänsyn till målbolagets övriga intressenter. Av denna anledning bör sådan reglering oftast förekomma i länder där övriga intressenter har en svag ställning och minimal påverkan. Det kan däremot ses i de svenska bestämmelserna att bolagsstyrelsen har som skyldighet att förhålla sig passiv trots det faktum att bland annat bolagets anställda kan anses ha en relativt stark ställning i samband med sin rätt att utse bolagets styrelse enligt reglerna i lagen om styrelsepresentation för de privatanställda (LSP) samt få information enligt lagen om medbestämmande i arbetslivet (MBL).<sup>111</sup>

Det har dock i AMNs uttalande 2005:47 framkommit att målbolagets styrelse kan, trots sin skyldighet att förbli neutral och passiv, kritiskt yttra sig kring det framlagda fientliga budet. Denna rättighet framkommer även i II.19 takeover-reglerna. I denna regel stadgas att målbolagets styrelse har som skyldighet att senast två veckor innan acceptfristens utgång yttra sig och offentliggöra sin uppfattning samt offentliggöra de bakomliggande skälen bakom uppfattningen. Detta görs med budgivarens pressmeddelande som utgångspunkt. Uttalandet bör behandla den inverkan på målbolaget som styrelsen tror att genomförandet av det framlagda budet kommer leda till med fokus på sysselsättningen och de platser där verksamheten bedrivs. Dessa yttranden utgör en väsentlig del i processen då de ofta är av stort intresse för aktieägarna i målbolaget och kan underlätta ställningstagandet. Styrelsen bör även ha rätten att vända sig till budgivarens aktieägare för att föra en konversation med ändamålet att aktieägarna beslutar sig om att ta tillbaka budet.

<sup>108</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 345

<sup>109</sup> Nyström, G, m.fl., Takeover-reglerna: en kommentar (5 april 2016, Zeteo) kommentaren till 5 kap. 1 § LUA

<sup>110</sup> Härkönen, E, Aktiemarknadsbolagets informationsgivning, 2013, s. 248

<sup>111</sup> Härkönen, E, Aktiemarknadsbolagets informationsgivning, 2013, s. 249



Enligt den europeiska regleringen blir kravet på lojalitet särskilt aktuellt och bör uppmärksammas när det uppstår intressekonflikter mellan den lojalitetsbundna parten och bolagets intressen. Ett fientligt uppköpserbjudande är ett tydligt exempel av en sådan situation.<sup>112</sup> Den verkställande direktören och bolagets styrelse kan ses som sysslomän i förhållande till företaget som ses som huvudman, vilket medför visst ansvar och skyldigheter. Som sysslomän skall de fullgöra de tilldelade uppgifterna, vara lojala mot huvudmannen, till fullo uppfylla sin informationsplikt, iaktta sin tystnadsplikt för att inte skada huvudmannen samt uppfylla en allmän initiativskyldighet rörande det tilldelade arbetet.<sup>113</sup> Lojaliteten inom bolagsrätten uttrycks i kraven som ställs på bolagets styrelse som lojalt måste yttra sig om budgivarens erbjudande till aktieägarna samt avstå från alla extraordinära planer för att främst skydda företagets intressen, så som det är stadgat i bland annat generalklausulerna i ABL.<sup>114</sup> Dock så diskuteras det även att kravet på sådan lojalitet och passivitet från styrelsen sida i praktiken inte är realistiskt. Av denna anledning reduceras styrelsens funktioner snarare till en översyns-roll under erbjudandeperioden. Detta hindrar styrelsen att exempelvis sälja företaget på eget initiativ, utnyttja befintlig auktoritet och makt för att uppnå en kapitalökning, ta ut nya och större lån eller lova nya rättigheter till anställda om dessa rättigheter kan vara/bli betungande för bolaget.<sup>115</sup>

Ytterligare en viktig princip som bör nämnas i diskussionen kring de olika befogenhetsreglerna och rättighetsfördelningen i bolaget är likabehandlingsprincipen.<sup>116</sup> Funktionen av denna princip är att motverka särbehandling inom aktiebolaget under exempelvis bolagsstämman, vilket är viktigt att klargöra då bolagsstämman har den huvudsakliga makten vid uppkomsten av ett uppköpserbjudande.<sup>117</sup> Detta bör dock inte förväxlas med den børsrättsliga likabehandlingsprincipen i avsnitt II.10 som stadgar budgivarens skyldighet att behandla lika alla aktieägare i målbolaget vid framläggande av sitt förvärvserbjudande. Som det framkommer i kommentarerna till takeover-reglerna diskuteras oftast likabehandlingen vid takeovers i samband med det framlagda vederlaget.

Likabehandlingsprincipen inom bolagsrätten är ett minoritetsskydd som tar sin grund i associationsrätten. Principen för aktiebolag lagregleras i 4 kap. 1 § ABL enligt vilken: *“alla aktier har lika rätt i bolaget, om inte annat följer av 2–5 §§.”* Principen har betydelse för företagets interna förhållanden och innebär att alla aktier ska behandlas lika av bolagets organ så som stämman, bolagsstyrelsen och vd:n. Vilken andel till vinst aktieägarna ha rätt till eller vilken rösträtt aktierna ska ha blir sålunda en del av regleringen som fastställs i företagets bolagsordning. Dock så är det även noga reglerat i 2-5 §§ ABL hur skillnaderna mellan de olika aktieslagen får utformas i bolagsordningen samt vilka begränsningar som görs gällande. Utöver det som framkommer i lagbestämmelserna har det även framkommit i doktrin och praxis att undantag möjligtvis kan göras om det föreligger sakliga skäl för detta.<sup>118</sup> Utifrån

---

<sup>112</sup> Werlauff, E, EU-Company Law, 2003, s. 51

<sup>113</sup> Eklund, K, Stattin, D, Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt, 2013, s. 268

<sup>114</sup> Se avsnittet nedan.

<sup>115</sup> Werlauff, E, EU-Company Law, 2003, s. 51

<sup>116</sup> Stattin, D, Keisu, J, Bolagsorgan och bolagsstyrning, 2009, s. 100

<sup>117</sup> Sandström, T, Svensk aktiebolagsrätt, 2015, s. 205

<sup>118</sup> Östberg, J, Styrelseledamöters lojalitetsplikt, 2016, s. 233f.

den bolagsrättsliga likhetsprincipens funktion har det talats om att tillämpningen av denna ska ha en strikt eller sträng karaktär. Detta innebär att ett åsidosättande av denna grundregel inte kan motiveras genom exempelvis hänvisning till bolagsnyttan. Bestämmelsen i 4 kap. 1 § ABL saknar dock tillämpning i de fall då bolagsstyrelsen vidtar åtgärder som formellt likabehandlar bolagets värdepapper men särbehandlar reellt aktieägarna. Ett exempel på en sådan situation kan exempelvis vara bolagets ingående i ett ogynnsamt avtal med en majoritetsägare där resultatet blir att alla aktier drabbas lika.<sup>119</sup>

I vissa fall har det i rättskällorna framkommit att det inte görs någon vidare skillnad mellan likhetsprincipen och den så kallade generalklausulen då generalklausulen räknas ge uttryck för likhetsprincipen. Men denna är inte fullständigt korrekt och bör därför behandlas med försiktighet.<sup>120</sup> Generalklausulerna bör granskas mot bakgrund av likabehandlingens brister och bör ses mer som väsentliga förhållningsregler för bolagets ledamöter där en potentiell otillbörlighetsprövning kring en särbehandling huvudsakligen baseras på en intresseavvägning. Utifrån denna går det att se likabehandlingsprincipens och generalklausulernas samspel där det på ena sidan ligger den företagsekonomiska aspekten och företagsnyttan som avvägs mot minoritetaktieägarnas rätt till en reell likabehandling.<sup>121</sup>

Likhetsprincipen behandlar på så sätt rättigheter från ett rent ekonomiskt perspektiv där aktierna ska behandlas lika med samma rättigheter och skyldigheter gentemot bolaget. Detta med förutsättningarna att inget annat är stadgat i bolagsordningen med grund i bestämmelserna i ABL. Generalklausulerna i ABL har dessa lydelse:

*” 7 kap. 47 § ABL: Bolagsstämman får inte fatta ett beslut som är ägnat att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare.”*

*”8 kap. 41 § ABL: Styrelsen eller någon annan ställföreträdare för bolaget får inte företa en rättshandling eller någon annan åtgärd som är ägnad att ge en otillbörlig fördel åt en aktieägare eller någon annan till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare.*

*En ställföreträdare för bolaget får inte heller följa en anvisning av bolagsstämman eller något annat bolagsorgan, om anvisningen inte gäller därför att den strider mot denna lag, tillämplig lag om årsredovisning eller bolagsordningen.”*

Som det framkommer av lydelsen tar dessa bestämmelser avstånd från den matematiska rättvisan utan har istället sitt fokus på att förhindra otillbörliga åtgärder av exempelvis en aktieägarmajoritet. Lydelsen i lagregleringen visar tydligt på att en potentiell fördel kan, förutom aktieägarna, även beredas en tredje man. På samma sätt kan potentiella nackdelar vid ett uppköpserbjudande drabba både enskilda aktieägare samt bolaget i sig. Någon reglering

<sup>119</sup> Sandström, T, Svensk aktiebolagsrätt, 2015, s. 205

<sup>120</sup> Östberg, J, Styrelseledamöters lojalitetsplikt, 2016, s. 233f.

<sup>121</sup> Sandström, T, Svensk aktiebolagsrätt, 2015, s. 205

som motsvarar bestämmelsen i 8 kap. 41 § 1 st. ABL saknas i nuläget i både den engelska och amerikanska bolagsrätten.<sup>122</sup>

### 2.3.3.3 Styrelsens rätt att åsidosätta ett stämmobeslut

Vid diskussionen kring kapitalmarknaden tar debatten hänsyn till marknadens intressenter med aktieägarnas intressen som en prioritet.<sup>123</sup> Men som det tydligt har framkommit är det främst bolagets intressen i sin helhet som bör prioriteras vid beslutsfattandet vid en bolagsstämma. Detta torde därför innebära att ett beslut taget av bolagsstämman som skulle innebära ett uppenbart åsidosättande av bolagets intressen bör ej verkställas. Detta framkommer inte i någon lagtext utan snarare gäller som en allmän princip.<sup>124</sup> Detta kan som följd innebära svårigheter för styrelsen att besluta kring sitt handlande samt vid bedömningen av styrelsens ansvar då bolagsstämmans beslut kan kollidera med bolagets intressen. I sin dom i mål T9377-04 uttalade sig Stockholm tingsrätt att *”skadeståndsskyldighet kan inträda även om vederbörande verkställer ett beslut fattat på en bolagsstämma, om beslutet skadar bolaget.”*

Styrelsen kan därför sägas ha en vis prövningsplikt gällande de anvisningar och beslut som bestäms av bolagsstämman, innebärande att styrelsen ska granska om dessa kan ha en skadande verkan. Det bör även därför anses vara fullt rimligt att styrelsen ska ha rätten att aktivt motarbeta och förhindra verkställandet av sådana skadande beslut. Det bör dock observeras att det finns ett uppenbarhetsrequisit som bör vara uppfyllt och begränsar prövningspliktens omfång.<sup>125</sup> I annat fall skulle även ett passivt handlande från styrelsens sida kunna fungera som en försvarsåtgärd. Inom den amerikanska rätten finns det så kallade *Nancy Reagan defence*.<sup>126</sup> Det är svårt att definiera sådant agerande från målbolagets sida som en försvarsåtgärd då ingen åtgärd i sig själv sker. Målbolaget samarbetar inte med budgivaren på något sätt utan gör absolut ingenting över det som stadgas uttryckligen i gällande rätt.<sup>127</sup>

Det har framkommit i praktiken att tillämpning av försvarsåtgärder även kan gynna aktieägarnas intressen. I ett av världens största takeovers, där ståljätten Mittal köpte upp ett annat stålföretag Arcelor, vidtog Arcelors styrelse en rad åtgärder för att skydda sig mot de fientliga förvärvsförsöken. Detta resulterade i att budpremien som först hade framlagts av Mittal pressades upp betydligt.<sup>128</sup> Detta tyder på att bolagsstyrelsens handlande kan resultera i positiva framgångar även om bolagsstämman inte nödvändigtvis ser det på det sättet.

---

<sup>122</sup> Östberg, J, Styrelseledamöters lojalitetsplikt, 2016, s. 234ff

<sup>123</sup> Eklund, K, Stattin, D, Kapitalmarknadsrätt, 2015, s.39

<sup>124</sup> Östberg, J, Styrelseledamöters lojalitetsplikt, 2016, s. 255

<sup>125</sup> En närmare diskussion kring detta kan återfinnas i NJA 1960:698

<sup>126</sup> Nancy Reagan förde aktivt en antidrog-kampanj under den sedan populära slogan: ”Just Say No”

<sup>127</sup> Stattin, D, Keisu, J, Bolagsorgan och bolagsstyrning, 2009, s. 139

<sup>128</sup> Stattin, D, Keisu, J, Bolagsorgan och bolagsstyrning, 2009, s. 136

## 3. Försvarsåtgärder

### 3.1 Försvarsåtgärder innan ett erbjudande framlagts

#### 3.1.1 Poison Pills

##### 3.1.1.1 Poison Pills och möjligheten till dess användning

Det finns några försvarsåtgärder som kan vidtas redan innan ett fientligt uppköpererbjudande framläggs, genom att exempelvis skrivas in i bolagsordningen, och på så sätt även uppfylla ett preventivt syfte. *Poison pills* ("giftpiller") är en omdiskuterad försvarsåtgärd som växte fram inom den amerikanska rätten.<sup>129</sup> Som regel anses denna försvarsåtgärd som otillåten enligt svensk reglering. Detta är bestämmelser som skrivs in i företagets bolagsordning och som har till syfte att försvara en potentiell takeover. Det kan exempelvis handla om att bolaget kommer utfärda ytterligare finansiella instrument vid ett fientligt uppköpererbjudande. Dessa erbjuds sedan till alla eller en grupp av målbolagets befintliga aktieägare.<sup>130</sup> Dessa värdepapper erbjuds bolagets aktieägare till ett förmånligt pris.<sup>131</sup> Resultatet av denna försvarsmetod är att målföretaget blir så oattraktivt som möjligt genom att ge ägarna till skuldebrev med teckningsoptioner vissa rättigheter vid särskilda omständigheter, så som vid ett fientligt företagsförvärv. Exempelvis om någon förvärvar mer än 20 procent av det totala antalet aktier i ett bolag aktiveras denna försvarsåtgärd vilket ger andra aktieinnehavare rätten att köpa ytterligare aktier till ett förmånligt pris. Resultatet av en sådan åtgärd blir att den finansiella belastningen för en köpare blir betydligt tyngre samtidigt som innehavarna av skuldebrev inte lider någon ekonomisk skada då teckningsoptionerna i framtiden kan avskiljas från skuldebrevet efter att det har emitterats.<sup>132</sup> En annan försvarstaktik som starkt efterliknar *poison pills* och tillämpas i USA har benämningen *macaroni defence*. Namnet har uppkommit efter det fenomen att vattnet vanligtvis kokar över vid tillagningen av makaroner. Målbolaget utfärdar ett svall av så kallade *junk bonds*, i stort sätt värdelösa värdepapper, som budgivaren blir tvungen att lösa in under budet.<sup>133</sup>

För att tillämpningen av *poison pills* ska vara möjlig krävs det att bolaget har möjligheten att förfoga över ett lager med bolagets egna aktier. Detta betyder att det behövs ett speciellt utformat bolagsrättsligt system för att detta ska kunna vara användbart. Både inom den amerikanska samt den engelska bolagsrätten är det som vanligast att målbolaget inte har emitterat alla sina värdepapper, utan att dessa ligger i lager och släpps ut vid ett beslut taget av styrelsen.<sup>134</sup> Metoden går att illustrera genom ett tydligt exempel:

Säg att bolaget X anger i sin bolagsordning att det har totalt 100 aktier. Vid bolagsordningen tecknas samt tilldelas dock endast 20 aktier av de som blivit angivna. Detta innebär att bolaget nu har 80 aktier som de har i lager. När bolaget efter en viss tid introduceras på börsen släpper de ytterligare 50 aktier som kan förvärfvas av

<sup>129</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 379

<sup>130</sup> Stattin, D, Keisu, J, Bolagsorgan och bolagsstyrning, 2009, s. 138

<sup>131</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 379

<sup>132</sup> Jonsson, T, Försvarsmetoder mot fientligt företagsförvärv, JT 1996/97, s. 901

<sup>133</sup> Stattin, D, Keisu, J, Bolagsorgan och bolagsstyrning, 2009, s. 138

<sup>134</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 379

allmänheten. Detta betyder att lagret nu består av totalt 30 aktier. Aktiepriset ute på marknaden är 10 kronor. Om det blir så att en budgivare lyckas förvärva 14 aktier av de 70 som finns ute på marknaden (vilket motsvarar 20 procent) aktiveras *poison pills*. Bolaget tecknar då resten av sina 30 aktier och erbjuder dessa till de ursprungliga aktieägarna till det förmånliga priset på 5 kronor.

Användning av *poison pills* inom den amerikanska bolagsrätten involverar oftast emission av aktier till en fördelaktig kurs. Inom den svenska bolagsrätten är denna försvarsåtgärd i stort sätt omöjlig att tillämpa då det är förbjudet för ett aktiebolag att inneha mer än tio procent av sina egna aktier i lager enligt bestämmelsen i 19 kap 15 § ABL efter återköpet av egna aktier. Den varianten av *poison pills* som skulle kunna anses som mer eller mindre tillämpbar är om aktieägarna i bolaget lämnade ett bemyndigande till bolagsstyrelsen att genomföra en emission i målbolaget enligt lydelsen i 13 kap. 31 § ABL. Något som dock behöver finnas i åtanke är att denna åtgärd inte ska strida mot 5 kap. 1 § LUA och på något sätt förhindra eller försvåra genomförandet av uppköpserbudandets. Det ställs även specifika krav på en sådan emission för att den ska vara effektiv. Först och främst bör den antingen vara riktad eller att det är säkert att budgivaren inte har tillräckligt mycket med finansiella resurser för att kunna matcha de nya aktierna. Detta borde dock inte vara ett problem för budgivaren då emission av nya aktier innebär att värdet på de gamla aktierna späds ut. Emissionen i ett noterat bolag får vidare inte ske utan noga förberedelser. Detta innebär bland annat att ett prospekt måste utarbetas. De varianter av *poison pills* som skulle kunna anses vara tillåtna enligt svensk rätt skulle kosta bolaget mycket tid, resurser och energi, något som markant sänker effektiviteten av denna försvarsmetod.<sup>135</sup>

### 3.1.1.2 Möjligheten att tillämpa Vitamin Pills

Precis som namnet för denna försvarsmetod antyder så är en *vitamin pill* motsatsen till en *poison pill*. Metoden fungerar på sådant sätt att målbolagets aktieägare blir garanterade en högre kurs vid en bestämd tidpunkt i framtiden. Denna strategi har snarare en preventiv funktion mot uppköpserbudanden då aktieägarna blir lockade att behålla sina aktier på grund av den garanterade aktiekursen och dessa garantier fungerar som incitament för bolagsstyrelsen att arbeta mot en ökad aktiekurs på lång sikt för att inte riskera en omstrukturering. Av denna anledning är det viktigt att den bestämda tidpunkten inte ligger för nära inpå utställandetidpunkten. Blir situationen sådan att den aktiekuren som garanterats ej uppnås, får bolagets aktieägare rätten att förutom en omstrukturering även begära att bolaget återköper aktierna till ett betydligt högre pris än marknadspriset så att det sammanfaller med den tidigare garanterade prisnivån.<sup>136</sup>

Inom den svenska rätten är det ytterst tveksamt om *vitamin pills* skulle kunna tillämpas som försvarsåtgärd. Det är i grunden inte förbjudet för en bolagsstyrelse att garantera sina aktieägare en framtida kursökning eller en specifik kurs. Hur denna aktiekurs skulle kunna sanktioneras är däremot svårt att tänka sig på grund av de svenska kapitalskyddsreglerna. Dessa regler torde kunna förbjuda det återköpskrav som aktieägarna har rätten att utöva om bolaget inte uppfyller alla sina förpliktelser. Möjligheten för bolaget att ersätta mellanskillnaden mellan den uppnådda och den garanterade aktiekursen för att motarbeta

---

<sup>135</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 380

<sup>136</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 380f

avyttring av aktierna torde också stoppas av kapitalskyddsreglerna. Återköpskriteriet är däremot väsentligt för att metoden ska kunna ha verkan då en kompensationsutbetalning till aktieägarna skulle minska bolagsvärdet i sig vilket i sin tur skulle innebära minskning av värdet av aktierna på aktiemarknaden.

### 3.1.1.3 Möjligheten att tillämpa *Dead hand defence*

Denna försvarsmetod är sammankopplad med *poison pills* och innebär att den fientliga förvärvaren mister sin kontroll över målbolaget trots majoritetsägande av aktier. Detta kan exempelvis skapas på sådant sätt att *poison pills* som skrivs in bolagsordningen är konstruerade på sådant sätt att endast den nuvarande styrelsen i bolaget eller de efterträdare som utsätts av den aktuella bolagsledningen har möjligheten att återta beslutet om *poison pills*. Detta är däremot numera förbjudet enligt regleringen i Delaware. En annan variant av *poison pills* som kan bidra till en *dead hand defence* är att endast en mindre del av målbolagets styrelse kan bytas ut årligen vilket innebär att det dröjer lång tid innan målbolagets majoritetaktieägare får kontroll över det förvärvade bolaget.<sup>137</sup> Eftersom denna försvarsåtgärd strider mot de fundamentala bolagsrättsliga principerna så som exempelvis likabehandlingsprincipen, då budgivaren mister sin del av kontrollen i bolaget trots aktieägande, är denna försvarsmetod inte förenlig med svensk rätt. Denna försvarsmetod är även otillämpbar enligt den svenska rätten genom reglerna i 8 kap. 8 § ABL som stadgar att hälften av styrelsen i ett aktiemarknadsbolag måste väljas av bolagsstämman och den valda styrelsen eller en styrelseledamot har inte rätten att utse andra styrelseledamöter.

### 3.1.2 *White Knights* och *White Squires*

En försvarsåtgärd där målbolagets styrelse söker efter alternativa budgivare, så kallade *white knights* (vit riddare),<sup>138</sup> utan bolagsstämmans godkännande är tillåtet enligt lydelsen i 5 kap. 1 § 2 st. LUA. Det är alltså budgivare som bjuds in att lämna ett bud på målbolaget av den enda anledning att det finns ett fientligt förvärvserbjudande.<sup>139</sup> Bestämmelsen är en implementering av art. 9 p. 2 takeover-direktivet där lydelsen är att målbolagets styrelse måste inhämta ett godkännande beslut av bolagsstämman för att kunna vidta åtgärder ”/.../ med undantag för att söka efter alternativa erbjudanden”.<sup>140</sup> Anledningarna bakom ett sådant sökande från målbolagets sida kan variera. En anledning kan vara att målbolagets styrelse strävar efter att få ett mer gynnsamt erbjudande eller att hitta en potentiell budgivare som skulle vara mer välsinnad gentemot den aktuella bolagsledningen.<sup>141</sup> I vissa sammanhang kan även en sådan välvillig tredje part medverka i genomförandet av en försvarsåtgärd.<sup>142</sup> Att en *white knight* kommer in på spelplanen väntas resultera i en budstrid där budgivarna kämpar genom att i

<sup>137</sup> Härkönen, E, Aktiemarknadsbolagets informationsgivning, 2013, s. 243

<sup>138</sup> *White knight*- beteckningen kommer ursprungligtvis från Ungern då den ungerske riksföreståndaren (även påvliga försten, hertigen av Transsylvanien och greven av Hunedoara) Janos Hunyadis bröt av den turkiska belägringen av staden Belgrad på 1400-talet och fick därför tillnamnet ”kristenhetens vite riddare”. Janos Hunyadis är däremot kanske mer känd som svärfar till Vlad II ”pålspetsaren” av Valakiet- mer känd som ”Dracula”.

<sup>139</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 384

<sup>140</sup> Broneus, S, Stattin, D, Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, 2010, s. 65

<sup>141</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 384

<sup>142</sup> Se närmare exempelvis kap. 3.2.2

efterhand höja budpremien. Därför kan prima facie tillämpningen av en sådan åtgärd från målbolagets sida anses vara bra för aktieägarvärdet.<sup>143</sup>

Det borde dock inte helt glömmas att tillämpningen av en sådan försvarsåtgärd inte är helt riskfri då denna välvilliga budgivare kan visa sig ha spelat ett falskt spel. Alternativet kan vara att den ”välsinnade” budgivaren kan vara en *grey knight* som ser en möjlighet att blanda sig in i en aktuell budstrid. Sådana aktörer kommer oftast fram på eget initiativ utan tidigare kontakt med målbolaget. Målbolagets största hot är däremot så kallade *black knights*. Dessa förvärvare samarbetar som en välvillig part med målbolaget men förvandlas till en fientlig förvärvare så snabbt deras uppköpserbjudande accepterats.<sup>144</sup>

Ett annat alternativ skulle vara att använda sig av en så kallad *white squire* (vit väpnare). Principen är den samma med istället för att förvärva bolaget i sin helhet erbjuds denna part att köpa en större aktiepost i målbolaget. På sådan sätt hindras budgivaren att uppnå den önskade anslutningsgraden, som ligger alltsomoftast på 90 procent, eller erhålla kontroll över målbolaget.<sup>145</sup> Då det varken i lagtext eller direktivet framkommer någon definition av vad som skulle kunna anses vara ett *alternativt erbjudande* borde tillämpningen av *white squires* anses vara fullt tillåtet. Dock så har det framkommit i svensk doktrin att ett alternativt erbjudande bör vara minst lika omfattande i aktiemängd som det ursprungliga erbjudandet, vilket markant kan försvåra tillämpningen av denna försvarsmetod.<sup>146</sup>

I den svenska regleringen har *white knights* implementerats mot bakgrund av lydelsen i det europeiska takeover-direktivet vilket gör denna försvarsåtgärd tillåten. Enligt lydelsen i art. 9 takeover-direktivet och 5 kap. 1 § LUA har bolagets styrelse rätt att utan bolagsstämmans godkännande söka efter alternativa erbjudanden som skulle kunna kontra uppköpserbjudandet framlagt av den fientliga budgivaren.<sup>147</sup> Denna möjlighet diskuterades i AMNs uttalande gällande styrelsens vidtagna åtgärder i bolaget Scania efter ett offentligt uppköpserbjudande från företaget MAN AG (i fortsättningen MAN). Fallet är känt att vara ett av de största fientliga uppköpsförsöken på den svenska aktiemarknaden. Nämnden resonerade kring det faktum att ett alternativt erbjudande kan vara mycket mer gynnsamt för bolagets aktieägare. I det aktuella fallet redovisade Scania att bolaget skulle belastas med kostnader som uppgick till ca 200 Mkr i samband med MANs erbjudande. De påvisade även att målbolaget hade blivit kraftigt undervärderat då budet framlades.<sup>148</sup>

Nämnden gjorde i uttalandet en allmän men väldigt viktig reservation – åtgärder vidtagna av ett företags styrelse ska inte resultera i oskäligen kostnader för bolaget.<sup>149</sup> Under perioden då målbolaget söker efter alternativa erbjudanden eller undersöker och utvärderar det aktuella erbjudandet skall det fortsätta vara verksamt som ett självständigt bolag och håller aktieägarna ständigt informerade. Om dessa rekvisit blir uppfyllda har det fastställs att åtgärder av sådan karaktär som beskrivits ovan samt kostnaderna för dessa inte ska falla under bestämmelsen i 5

---

<sup>143</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 155

<sup>144</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 155

<sup>145</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 384

<sup>146</sup> Broneus, S, Stattin, D, Lagen om offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden, 2010, s. 65

<sup>147</sup> Härkönen, E, Aktiemarknadsbolagets informationsgivning, 2013, s. 247

<sup>148</sup> AMN 2007:10 Scania s.2 f.

<sup>149</sup> AMN 2007:10 Scania s.1

kap. 1 § 1 st. LUA. Dock bör det understrykas att sådana kostnaders storlek inte får vara oskäligt stora med hänsyn till den goda seden på den svenska aktiemarknaden. Eftersom inga konkreta belopp har fastställts bör utgifterna främst vara marknadsmässiga samt sakligt motiverade på sådant sätt att de varit ägnade åt att skydda aktieägarnas intresse i målbolaget. Målbolagets styrelse måste därför främst utgå ifrån sin generella vårdplikt och främst prioritera bolagets välfärd.<sup>150</sup>

## 3.2 Försvarsåtgärder efter att ett erbjudande framlagts

### 3.2.1 Golden Parachutes

Denna försvarsåtgärd bygger på höga avgångsvederlag, ersättning till företagsstyrelsen, som är av ett stort intresse då de både kan underlätta samt försvåra scenariot vid ett fientligt uppköpserbjudande. Oftast rör det sig om vederlag som ges ut när en företagsledare mister sin befattning eller får arbetsuppgifter som blivit väsentligt ändrade till följd av det fientliga förvärvet. Försvarsmetoden kan underlätta en takeover i den mening att styrelsen inte längre blir i behov att försvara sina positioner i bolaget samtidigt som metoden kan försvara målbolaget på sådant sätt att en potentiell budgivare kan bli avskräckt från att lägga fram ett bud om vederlagen är tillräckligt höga.<sup>151</sup> I USA kombineras dessa fallskärmar även med något som kallas ”*pesion*” eller ”*tin parachutes*”.<sup>152</sup> Dessa fungerar på samma sätt som *golden parachutes* men är ägnade åt att skydda bolagets anställda vid ett fientligt företagsförvärv. På den svenska marknaden är sådana åtgärder inte aktuella då ett företags anställda vanligtvis noga skyddas av annan reglering.<sup>153</sup>

Inom den svenska bolagsrätten är det oklart hur stort vederlag ska kunna anses som vederbörligt, eftersom fallskärmar som håller sig inom en rimlig gräns är tillåtna. Dock eftersom ett sådant beslut i bolaget har en betungande karaktär bör det alltid avvägas mot lydelsen i 5 kap 1 § LUA. Det börjar därför röra sig om en bedömningsfråga som starkt beror på bolagets verksamhet. Det är utifrån företagets affärsverksamhet som sätter upp ramarna för vilka beslut som kan räknas som nödvändiga och riktiga. Därför kan dessa fallskärmar i vissa fall ses som gynnsamma affärsbeslut. Det bör dock inte glömmas bort att det även finns en bortre gräns för vad som räknas som rättsenligt. Även denna gräns fastställs helt utifrån bolagets ställning och ekonomiska stabilitet. Hos ett företag med en stark ekonomisk position torde denna gräns dras genom en rimlighetsbedömning av affärsässig karaktär. I teorin borde det vara rimligt att en ersättning som är otillbörlig är otillåten enligt bestämmelserna i ABLs generalklausuler. I praktiken har det dock visat sig att detta otillbörlighetsrekvisit är av ingen nytta. Problemet som uppkommer är att frågan om ersättningsbeloppet kan anses vara rimligt ersätts istället med frågan om vilken ersättning kan ses som otillbörlig. Bedömningsfrågan gällande värdering och fastställande av ett rimligt avgångsvederlag kan helt plötsligt bli ett väldigt problemladdat område. En lösning som torde kunna tillämpas är en jämförelse mellan olika vederlagsnivåer som är brukliga hos likartade företag på marknaden

---

<sup>150</sup> AMN 2007:10 Scania s.5

<sup>151</sup> Stattin, D, Keisu, J, Bolagsorgan och bolagsstyrning, 2009, s. 139

<sup>152</sup> Jonsson, T, Försvarsmetoder mot fientligt företagsförvärv, JT 1996/97, s. 899

<sup>153</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 383



med hänsyn till bolagets omfattning och bransch samt aktuella börsen. Om ersättningen överskrider en rimlig gräns och på så sätt strider mot bestämmelserna i ABLs generalklausuler finns det en risk att denna kommer åsidosättas eller till och med leda till ett skadeståndsansvar för beslutsfattaren. Har bolaget däremot en svagare ekonomisk ställning måste beslutet om potentiell ersättning ställas mot kapitalskyddsreglerna i ABL. En sådan åtgärd skulle resultera i en betydligt snävare värdering.<sup>154</sup>

### 3.2.2 The Crown-Jewel Defence

*The Crown-jewel defence* anses vara en relativt komplicerad och riskfylld försvarsmetod.<sup>155</sup> Denna försvarsmetod har som mål att påverka aktiekursen i målbolaget. Inom bolaget identifieras dess viktigaste nyckeltillgångar, dess ”kronjuveler”, som bolaget börjar avyttra. Oftast är detta tillgångar som budgivaren specifikt är efter. Åtgärden går i stort sätt ut på att göra bolaget så oattraktivt som möjligt. För att inte behöva gå i konkurs eller kämpa för sin överlevnad efter att ”hotet” är eliminerat, riktar målbolaget in sig på att nå en överenskommelse med ett välvilligt alternativt bolag (*white knight*) som går med på att i efterhand sälja tillbaka tillgångarna till målbolaget.<sup>156 157</sup>

Det går att säga att försvarsmetoden kan både tillämpas preventivt och vid akuta fall. En preventiv effekt kan uppstå i samband med att ingåendet i ett optionsavtal mellan målbolaget och ett välvilligt bolag offentliggörs, där målbolaget avger ett löfte om att denna *white knight* kommer få rätten att förvärva målbolagets kritiska resurser vid uppkomsten av ett fientligt uppköpserbud. Då optionsavtalet offentliggörs fungerar det som ett avskräckande medel och ett fientligt bud förlorar i grunden sin mening. Om ett sådant optionsavtal inte ingås innan så kan målbolaget ändå vidta åtgärden och avyttra sina tillgångar som en krishantering.

Ett svenskt företag har självfallet rätt att avyttra sina tillgångar. Enligt huvudregeln ska dock inte detta handlade strida mot bestämmelsen i 5 kap. 1 § LUA. Om tillgångens storlek och/eller värde är av normal omfattning kan denna säljas på styrelsens eller verkställande direktorns initiativ. Om avyttringen har en mer omfattande karaktär ska beslutet om försäljning tas vid bolagsstämman. Metoden skulle även anses vara med lämpad för så kallade konglomerat<sup>158</sup> då bolagsstyrelsen inte har rätten att avyttra tillgångar som hindrar bolaget att bedriva den verksamhet som är stadgad i bolagsordningen. Vid avyttringen kommer målbolaget även att få tillgång till en betydlig summa likvida medel och måste därför snabbt genomföra en utdelning för att neutralisera budgivarens intresse. Men återigen är det bolagsstämman som tar beslut om utdelning.<sup>159</sup> Utifrån dessa förutsättningar går det att dra slutsatsen att bolagsstyrelsens möjlighet att vidta en *crown jewel defence* är begränsade främst för att sådana åtgärder inte är möjliga utan bolagsstämmans medverkan och avyttringen inte ska förhindra eller försvåra uppköpserbudandets genomförande.

---

<sup>154</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 382

<sup>155</sup> Jonsson, T, Försvarsmetoder mot fientligt företagsförvärv, JT 1996/97, s. 905

<sup>156</sup> Ferrara, R, Takeovers, attack and survival, 1987, s.471

<sup>157</sup> Om *white knights*, se närmare kap. 3.1.2

<sup>158</sup> En företagsgrupp som sinsemellan bedriver olika verksamheter

<sup>159</sup> Jonsson, T, Försvarsmetoder mot fientligt företagsförvärv, JT 1996/97, s. 905

### 3.2.3 Pac-Man Defence

Denna försvarsmetod är uppkallad efter det berömda datorspelet ”Pac-Man” där det jagade objektet har möjlighet att äta ett kraftpiller och under en begränsad tid sluka sin efterföljare.

Försvarsmetoden bygger på samma princip som spelet där målbolaget efter det fientliga budet lägger ett motbud på budgivaren.<sup>160</sup> På så sätt kan man säga att målbolaget köper in sig in i det köpande företaget. Detta görs i sådan omfattning att det köpande aktiebolaget nästan blir fullt uppköpt och på så sätt övertaget av det först hotade företaget.<sup>161</sup> Målet med strategin är ganska klart- om målbolaget lyckas med sitt motbud kommer det ursprungliga budet inte längre vara genomförbart i samband med bestämmelserna i 19 kap. 2 § ABL, enligt vilken ett dotterbolag inte har rätten att äga aktier i ett moderbolag. Denna försvarsmetod förekommer dock sällan.<sup>162</sup> En av förutsättningarna för att denna försvarsmetod ska kunna vara tillämplig är att målbolaget har stora likvida tillgångar då målbolagets ägande måste hinna överskrida gränsen över 50 procent innan det köpande bolaget hinner göra detsamma. Tidsaspekten och tydliga tidsramar är därför också av betydande relevans.<sup>163</sup>

Trots att metoden är tillämplig i USA så kan det diskuteras om svenska bolag har möjligheten att använda samma förfarande. Under förutsättning att detta är stadgat i bolagsordningen och i förhållande till bolaget, har en styrelse i ett aktiebolag rätten att förvärva aktier. Med detta som utgångspunkt skulle det därför kunna anses vara fullt tillåtet att lägga bud på andra företag på marknaden. Om sådana bud bör kunna läggas i samband med pac-man defence har diskuterats bland annat i dansk doktrin. Denna diskussion belyste främst det faktum att aktieförvärv i samband med försvar vid fientliga bud bör främst behandlas på bolagsstämman. Detta i samband med att ett sådant förvärv skulle innebära en inskränkning i aktieägarnas rätt att själva ta ställning och besluta om de är villiga att sälja sina aktier.<sup>164</sup>

Uppgårelsen mellan företagen Shelton Petroleum och Petrogrand väckte stor uppmärksamhet på den svenska aktiemarknaden och lade en grund till ett antal uttalanden från AMN:s sida. AMN:s uttalande 2014:11 behandlade fallet där Shelton Petroleum la ett bud på företaget Petrogrand och Petrogrand i sin ordning tillfrågade AMN om ett motbud skulle kunna anses vara en tillåten försvarsåtgärd. Petrogrand ville även begära att en extrastämma skulle hållas i Shelton Petroleum för att genomföra ett byte av styrelsen. Nämnden hänvisade till förarbetena till bestämmelserna i 5 kap. 1 § LUA där *Pac-Man defence* i form av ett erbjudande till budgivarbolagets aktieägare kan vara en åtgärd som träffas av regleringen om den förvägrar bolagets aktieägare möjligheten att ta en egen ställning gentemot det framlagda erbjudandet.<sup>165</sup> Ett ytterligare krav som dock måste uppfyllas är att den aktuella åtgärden har som mål att försämra erbjudandets genomförande eller förutsättningar. Shelton Petroleum hade vid det här laget redan fullföljt sitt först lagda erbjudande vilket innebar att Shelton hade mist möjligheten att dra tillbaka sitt bud i samband med åtgärder som vidtagits från målbolagets sida. Det kunde av denna anledning inte heller anses att agerandet från

---

<sup>160</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 381

<sup>161</sup> Jonsson, T, Försvarsmetoder mot fientligt företagsförvärv, JT 1996/97, s. 906

<sup>162</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 381

<sup>163</sup> Jonsson, T, Försvarsmetoder mot fientligt företagsförvärv, JT 1996/97, s. 906

<sup>164</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 381

<sup>165</sup> Prop. 2005/06:140, s. 109f.

målbolagets styrelse var otillbörligt, fast dessa åtgärder skulle kunna anses vara otillåtna enligt bestämmelserna i Koden om de hade vidtagits vid en tidigare tidpunkt. Detta resulterar att bestämmelserna i den aktuella bedömningen omfattade den begärda bolagsstämman i Shelton Petroleum och inte det planerade moterbjudandet från Petrogrands sida.<sup>166</sup> AMN ansåg dock att en begäran om byte av styrelse skulle kunna betraktas som en otillbörlig försvarsmetod.<sup>167</sup>

### 3.2.4 Shark Repellents

Även *shark repellents* – ”hajpulver”, är ett fenomen som har sitt ursprung i den amerikanska bolagsrätten. Detta försvar mot fientliga företagsförvärv är vanligtvis sammankopplat med åtgärder inskrivna i företagens bolagsordning. Exempelvis kan bolagsordningen vara utformad på sådant sätt att endast en tredjedel av bolagsstyrelsen kan bytas ut per år eller att en absolut majoritet på minst 90 procent av alla aktieägare måste ge sitt godkännande för att en fusion ska kunna genomföras. Andra exempel kan vara att bolagets styrelse ska väljas in i omgångar, att endast kontanterbjudanden accepteras eller att det är bolagets styrelse som får bemyndigandet att utfärda nya aktier (något som inte anses vara tillåtet i svensk rätt).<sup>168</sup>

*Shark repellents* kan gälla både reglering av besluttandet i bolaget, val av exempelvis styrelse, olika aktieslag och bolagsorganens kontroll. Inom den amerikanska rätten regleras sådana bestämmelser oftast i så kallade *bylaws* eller *charters* som tillsammans utgör hela företagens konstitution. Skillnaden mellan dessa dokument är att *charters* efterliknar mer de svenska bolagsregleringarna där bolagsstämman medverkar i potentiella ändringar. *Bylaws* kan normalt ändras och justeras av styrelsen utan bolagsstämmans ingripande enligt 228 § Delaware General Corporation Law (DGCL). *Shark repellents* är därför en relativt effektiv försvarsmetod inom den amerikanska aktiemarknaden då en bestämmelse i ett bolags *bylaws* ger styrelsen möjligheten att på eget initiativ initiera en försvarsåtgärd vid ett takeover-försök. Däremot resulterar detta i att metoden inte har samma effektivitet inom den svenska bolagsrätten, då bolagsstämmans roll i beslutstagandeprocessen är central i de svenska aktiebolagen.<sup>169</sup><sup>170</sup>

Inom det amerikanska rättssystemet kombineras *shark repellents* ofta med så kallade *dead hand provisions*. Detta kan ses som en komplettering till den redan aktuella försvarsåtgärden då det innebär att det vidtagna försvaret inte kan lyftas förrän efter en viss bestämd tidsperiod. Den enda möjligheten att upphäva försvaret i förtid blir om någon av de ursprungliga beslutsfattarna medverkar och godkänner hävningsbeslutet. *Dead hand provision* torde även var förbjudna att tillämpa enligt svensk rätt.<sup>171</sup>

*Shark repellents* kan komma i formen av exempelvis bestämmelser som ska kontrollera bolagsstämman genom röstsättsbegränsningar, regler hur styrelsesammansättningen bör vara

---

<sup>166</sup> AMN 2014:11 s.3

<sup>167</sup> Nyström, G, m.fl., Takeover-reglerna: en kommentar (18 april 2016, Zeteo) kommentaren till 5 kap. 1 § LUA

<sup>168</sup> Stattin, D, Keisu, J, Bolagsorgan och bolagsstyrning, 2009, s. 138

<sup>169</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 375

<sup>170</sup> I praktiken har det även ofta förekommit att bolagsstyrelsen har tillämpat sig av så kallade *proxy-contests*-fullmakter. Genom att samla in så många fullmakter som möjligt kan styrelsen på sådant sätt uppnå majoritet på bolagsstämman och iscensätta *shark repellents*.

<sup>171</sup> Stattin, D, Keisu, J, Bolagsorgan och bolagsstyrning, 2009, s. 138. Se även närmare resonemang i 3.1.1.3

utformad och liknande. Vad som skulle kunna vara tillämpligt enligt den amerikanska rätten stämmer inte alltid överens med den svenska regleringen. I svenska bolag är det till exempel väldigt svårt att försöka kontrollera bolagets stämma då det inte räcker med innehavandet av en röstmajoritet för att kunna ersätta ett stämmobeslut och ge styrelsen rätten att fatta beslut per capsulam. För att en sådan ändring krävs samtycke från samtliga aktieägare i bolaget i ett stämmobeslut enligt 7 kap. 1 § ABL. Styrelsens möjlighet att ta bort möjligheten till kallelse till extra bolagsstämma enligt 7 kap. 13 § ABL skulle kunna anses som omöjlig enligt svensk bolagsrätt då det inte kan ses förenligt med skyddet av aktieägarnas intressen. Den enda möjligheten att åsidosätta bolagsstämman och på så sätt inskränka på bolagsstämmans beslutanderätt är när ett beslut har som ändamål att ge en aktieägare eller någon annan en otillbörlig fördel som skulle resultera i någon nackdel för aktiebolaget eller annan aktieägare enligt 7 kap. 47 § ABL.

Ytterligare ett exempel på en *shark repellent* som skulle kunna anses tillämplig är kontrollen av styrelsesammansättningen. Detta skulle kunna vara genomförbart med hänvisning till 8 kap 47 § ABL som stadgar att mer än hälften av styrelseledamöterna i ett publikt bolag ska utses av bolagsstämman. Detta innebär att någon annan än bolagsstämman har rätten att utse resten av bolagsledningen. En *shark repellent* i bolagsordningen skulle därför kunna utformas på sådant sätt att exempelvis en ägare får rätten att utse resterande ledamöter. Detta skulle dock kunna ha negativa konsekvenser då en sådan maktbegränsning skulle kunna göra aktien mindre köpvärd opopulär och negativt påverka aktiernas värde. Utifrån dessa resonemang går det att dra slutsatsen att vissa shark repellents skulle kunna vara möjliga att införa utan att strida med svensk rätt, men det finns inte lika stora möjligheter att införa shark repellents enligt svensk rätt som enligt det amerikanska rättssystemet.<sup>172</sup>

---

<sup>172</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 378f.

## 4. Vad bör anses överensstämma med god sed på den svenska aktiemarknaden?

### 4.1 Regleringens inkoherens på området

Då regleringen på området är ett samspel mellan den svenska lagregleringen, de nationella takeover-reglerna, det europeiska direktivet och den engelska regleringen innebär det att normhierarkin på området blir relativt invecklad. Detta innebär även att bedömningsmöjligheterna i många fall försvåras markant, då det går att upptäcka vid en djupare inblick, att tankarna bakom bestämmelserna kan kollidera. Ett gott exempel på detta är styrelsenutralitetsregeln som tvingar styrelsen att förhålla sig passiv och neutral samtidigt som styrelsen kan bli skadeståndsskyldig om bolaget kommer till skada på grund av styrelsens passivitet. Att lagregleringen i många fall är inkoherent försvårar väsentligt diskussionen kring styrelsens handlingsförmåga vid en takeover.

I fallet mellan företagen Old Mutual och Skandia uttalade sig AMN om motiveringen till förbudet mot försvarsåtgärder vid en takeover: ” *ett offentligt erbjudande anses vara en angelägenhet mellan målbolagets aktieägare och budgivaren, varför målbolagets styrelse inte ska tillåtas försämra förutsättningarna för att ett erbjudande lämnats*”. Detta uttalande visar tydligt på att det enligt de svenska reglerna i stort sätt är förbjudet att vidta försvarsmetoder vid fientliga uppköpserbjudanden då det finns en överlåtelsefrihet av aktier stadgad. Dock så innehåller även lagregleringen i ABL begränsningar i denna frihet som skulle kunna uppfylla en preventiv funktion i svenska bolag i formen av exempelvis olika förbehåll. Genom att bestämma i sin bolagsordning att aktier ska främst erbjudas till andra ägare inom bolaget skulle kunna försvåra ett takeover. Mest likt en försvarsåtgärd skulle anses vara samtyckesförbehållet där aktieägaren som vill överlåta sina aktier ska få samtycke från bolagsstämman eller bolagsstyrelsen innan transaktionen. I detta fall får styrelsen en stark roll i bolaget, något som motarbetas i svensk reglering.

Bolagets styrelse har en betydligt starkare roll inom den amerikanska bolagsrätten. Svaret på varför den amerikanska och de europeiska samt svenska regleringarna skiljer sig så väsentligt kan bli ytterst svårt. Det särdrag som tydligt framkommer är det faktum att bolagsstyrelsen har fått en betydligt starkare ställning enligt den amerikanska rätten medan styrelsenutralitetsregeln i takeover-direktivet har kraftigt begränsat styrelsens ställning och handlingsförmåga inom det europeiska rättssystemet.

## 4.2 Fördelarna och nackdelarna med tillämpningen av en försvarsåtgärd

Utifrån den svenska regleringen går det att konstatera att försvarsåtgärder vid fientliga uppköpserbudanden ska som huvudregel anses vara förbjudna. Denna slutsats dras utifrån AMNs uttalande AMN 2005:47, som behandlade Old Mutuals uppköpserbudande på Skandia. Trots att uttalandet kom innan införandet av LUA så framkommer det ändå tydligt att det är detta resonemang som har legat och fortfarande ligger bakom restriktionerna gällande målbolagsstyrelsens handlande och försvar. Frågan är dock om möjligheten till att tillämpa försvarsåtgärder har någon positiv aspekt som skulle tala för målbolagsstyrelsens rätt att vidta sådant handlande och på sådant sätt tala emot det rådande förbudet.

Det går inte att förneka att vidtagandet att vissa riskabla försvarsåtgärder onekligen kan resultera i stora förluster för målbolaget och dess aktieägare. Ett tydligt exempel på en sådan åtgärd är *crown jewel defence* som går ut på att sälja av målbolagets högst värderade tillgångar till en välvillig tredje part med förhoppningen om att återköpa tillbaka allt efter att uppköpserbudandet bortfaller. Resultatet kan bli som mest förödande om den vite riddaren visar sig vara en svart riddare som enkelt utnyttjade målbolagets svåra situation. Ett sådant risktagande torde anses vara extremt eftersom om målbolaget blir "lurat" och mister möjligheten till att återförvärva sina dyrbaraste tillgångar tillbaka kommer bolaget att bli oattraktivt och de ekonomiska skadorna kommer främst drabba aktieägarna. Åt andra sidan kan det spekuleras kring tanken att om målbolagsstyrelsen drar ner bolagsvärdet och på så sätt skyddar sig mot det fientliga uppköpserbudandet kan bolagets överlevande i längden gynna aktieägarna. Genom sådana spekulationer och efter en djupare inblick i främst de praktiska momenten kring fientliga företagsförvärv går det att urskilja en rad positiva aspekter kring företeelsen.

Först och främst går det inte att bestrida det faktum att företagsförvärv är en essentiell faktor för en effektiv och utvecklad finansiell marknad. Detta började redan diskuteras av bland annat den amerikanska kongressen vid skapandet av den federala lagstiftningen *Williams Act*. Motiveringen bakom ett sådant resonemang är att förekomsten av sådana drastiska ändringar och händelser på marknaden bidrar till marknadens tillväxt. Svagare bolag avvecklas samtidigt som starkare bolag ges möjlighet att expandera och möjligtvis etablera sig på nya marknader. En risk som dock nämns i denna diskussion är de stora bolagens möjlighet att missbruka sin dominerande ställning och svårigheten för nya bolag att inrätta sig på marknaden. Som en notering kan det nämnas att just faran av en dominerande ställning på marknaden diskuterades bland annat vid svenska Electrolux förvärv av amerikanska General Electronics (GE). Bob Baird, marknadschefen på Home Depot (en av de största återförsäljarna av vitvaror i USA), hävdade bland annat att förvärvet skulle innebära att Electrolux skulle bli "mer innovativa" samt konkurrenskraftiga på marknaden. Det amerikanska Justitiedepartementet hävdade däremot att affären skulle bli

konkurrensbegränsande vilket skulle resultera i en eventuell prisökning i branschen. Utifrån detta argument motsatte sig Justitiedepartementet uppköpet.<sup>173</sup>

En begränsad konkurrenskraft på marknaden kan dock även fungera som en försvarsåtgärd då man talar om så kallade *safe harbour*, något som användes av företaget Arcelor vid Mittals uppköpsförsök år 2006. Arcelor förvärvade den kanadensiska stålkoncernen Dofasco som bedrev sin verksamhet i bland annat USA. Köpet innebar inte bara en ökad tillväxttakt för Arcelor men innebar även att då Mittal redan verkade på den amerikanska marknaden, skulle det finnas en risk för konkurrensrättsliga begränsningar om Mittals verksamhet kombinerades med Dofascos verksamhet.<sup>174</sup>

Ett handlande som efterliknar Arcelors och skulle kunna ha samma effekt som en försvarsmetod skulle kunna vara skapandet av konglomerat. Detta skulle kunna anses vara genomförbart då det snarare handlar om riskaversion från bolagsledningens sida. Då ett konglomerat består av företag som sinsemellan har olika verksamheter bidrar det till en diversifiering som ger bolaget fler utvägar vid ett eventuellt uppköpserbjudande. Exempelvis skulle *crown jewel defence* kunna vara genomförbart. Skapandet av konglomerat mellan bolag har däremot även väsentliga negativa sidor då det kan påverka företagets effektivitet. Den sänkta effektiviteten kan exempelvis bero på styrelsens oförmåga att parallellt hantera olika verksamheter. Som resultat kan aktiemarknaden reagera på denna instabilitet vilket kan negativt påverka aktievärdet. Aktiemarknaden kommer på så sätt värdera koncernen med ett flertal olika verksamheter lägre än vad de skulle ha värderats varför sig.

Det går även att spekulera kring det faktum att tillämpningen av försvarsåtgärder som utpressningsmetod kan gynna målbolagets aktieägare, något som har visat sig vara genomförligt i praktiken. I stålbolaget Mittals uppköp av Arcelor vidtog Arcelors styrelse en rad försvarsåtgärder, bland annat uttryckte de sin avsikt att gå ihop med en ryska ståljätten Severstal. Dessa åtgärder pressade upp budpremien som Mittal hade framlagt och på sådant sätt gynnades Arcelors aktieägare. I sådana scenarion är dock balans av stor relevans. Hade de vidtagna försvarsåtgärderna lyckats i så måtto att Mittal hade tagit tillbaka sitt bud, är det fullt möjligt att Arcelors aktievärde istället hade gått förlorat. Bedömningen om huruvida tillämpningen av försvarsmetoder kommer ha en gynnande effekt är dock självfallet extremt svårt att göra, vilket gör det till ett riskabelt spel.

Användning av försvarsåtgärder för att förbättra villkoren av ett uppköpserbjudande kan dock i praktiken vara svår att genomföra då en förutsättning för att det ska vara aktuellt är att både styrelsens och aktieägarnas intressen sammanfaller till fullo. Styrelsen gynnas dock vanligtvis inte av en takeover då de har andra intressen utöver den ekonomiska vinsten, nämligen att behålla sin position som ledare i bolaget. På så sätt blir situationen som sådan att om bolagsledningen tillåts att fritt bestämma över tillämpningen av försvarsåtgärder, kommer de med alla sannolikhet agera för att stoppa budet helt, snarare än att pressa upp budpremien. I detta fall blir det mer aktuellt att diskutera målbolagets möjlighet att använda sig av *golden parachutes* som försvarsåtgärd. På sådant sätt har styrelsen en garanti att de kommer att

---

<sup>173</sup> <http://www.di.se/artiklar/2015/12/3/electrolux-ordkriget-i-rattegangen-fortsatter/>, publicerad 3/12- 2015, hämtad 2/5- 2016

<sup>174</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 346

erhålla ett avgångsvederlag och kan resultera i att styrelsens vilja att behålla sina positioner i målbolaget inte längre blir en så uppsatt prioritet. På sådant sätt kan styrelsens intressens likställas med aktieägarnas.

*Golden parachutes* bör dock endast kunna diskuteras i fallet där uppköpet sker mellan större bolag, så som fallet vid Mittals uppköp av Arcelor, då avgångsvederlaget bör vara av väsentlig storlek. Som det nämnts innan så finns det inga tydliga ramar som skulle specificera ramarna inom vilka vederlagets storlek skulle bestämmas. Däremot görs en hänvisning till bestämmelserna i ABLs generalklausuler utifrån vilket det går att dra slutsatsen att vederlaget måste bestämmas med hänsyn till målbolagets verksamhet och storlek. Utifrån detta kan det antas att endast ett avgångsvederlag i ett större bolag skulle kunna vara tillräckligt intressant för bolagsledningen för att de skulle kunna till fullo ställa sina intressen åt sidan.

### 4.3 Styrelsens rätt att söka alternativa erbjudanden

Som det har framkommit i 5 kap. 1 § LUA och art. 9 p. 2 takeover-direktivet så har styrelsen i ett målbolag rätt att vid ett uppköpserbjudande söka alternativa erbjudanden utan bolagsstämmans godkännande. Dock så klargör inte bestämmelsen vad som skulle kunna anses vara ett alternativt erbjudande. Vid en inblick i LUA:s definition av ett offentligt uppköpserbjudande i 1 kap. 2 § 1 p. LUA<sup>175</sup> skulle det vara möjligt att dra slutsatsen att partiella uppköpserbjudanden skulle kunna ses som fullt tillåtna. Detta säger dock emot det som framkommit i svensk doktrin, som hävdar att ett alternativt erbjudande bör vara minst lika omfattande som det först framlagda erbjudandet. På så sätt kan det diskuteras hur denna tolkning i doktrinen begränsar målbolagsstyrelsens möjlighet att i full styrka tillämpa sina rättigheter som dikteras i 5 kap. 1 § LUA.

En anledning till tolkningen i doktrinen kan vara lydelsens strid med styrelsenutralitetsregeln. Regelns främsta ändamål är ett tydligt och starkt aktieägar skydd som markant skulle inskränkas vid brist på begränsningar. Aktieägarna skulle delvis mista möjligheten att självständigt ta ställning till ett framlagt uppköpserbjudande. En annan anledning till denna begränsning skulle kunna vara att ett framlagt partiellt alternativt erbjudande skulle försätta målbolagets aktieägare i ett läge som liknar ett *two tier offer*<sup>176</sup>. Situationen kan även bli sådan att ett större antal aktieägare missgynnas av ett bud som erbjuder ett högre pris per aktie. Detta blir lättare att analysera utifrån ett exempel taget från svensk doktrin:

*“Situationen kan tänkas att budgivaren A lagt ett fientligt bud på samtliga aktier med ett vederlag på 100 kronor per aktie och fullföljdvillkoret att 90 procent av aktieägarna skall acceptera budet (”bud A”). I det läget uppträder den i styrelsens ögon mer vänligt sinnade budgivaren B, på föranstaltan av styrelsen, med ett bud på 29 procent av aktierna med ett vederlag om 150 kronor per aktie (”bud B”). Det kan då bli frestande för aktieägare att acceptera det senare budet för att dels få del av den högre budpremien, dels inte bli utan*

---

<sup>175</sup> För lydelse se 2.1.1

<sup>176</sup> Kan beskrivas som ett tudelat bud där det erbjuds att köpa ett tillräckligt antal aktieandelar för att få en kontroll av målbolaget till ett visst pris per aktie, följt av ett lägre anbud vid en senare tidpunkt för resterande aktier. Till exempel kan en investerare erbjuda 50 kronor per aktie för upp till 51 % av aktieantalet och efter köpa upp resterande aktier för 30 kronor. Betraktats som en kontroversiell metod och har i USA ofta uppmärksammats av Securities and Exchange Commission.



*budpremie om andra aktieägare accepterar bud B och bud A därmed faller. Det rör sig alltså om en form av "prisoners' dilemma".<sup>177</sup>*

Exemplet visar främst på att handlandet kan strida mot likabehandlingsprincipen i 4 kap. 1 § ABL om *white squire*-erbjudandet är riktat endast mot en begränsad grupp aktieägare vilket kan innebära en otillbörlig olikabehandling. Det är självfallet tillåtet från aktieägarnas sida att sälja sina aktier till vem de önskar, men om det potentiella köparen agerar utifrån en överenskommelse med målbolagets styrelse kan det diskuteras om bolagsledningen genom detta agerande inte bryter mot sin aktiebolagsrättsliga likabehandlingskyldighet.

Risken är, som det nämns i exemplet ovan, att aktieägarna helt plötsligt befinner sig i ett scenario med ett "prisoners' dilemma", där de fokuserar på sin personliga vinst istället för att samarbeta, vilket kan resultera i skador för både aktieägarna samt bolaget i sin helhet då teorin bygger främst på lojalitet. Då aktieägarnas affärstänk är av självklara skäl vinstmaximerande blir det inte fel att anta att varje aktieägare separat strävar åt att maximera sin egna personliga vinst. Detta kan innebära att aktieägarna hamnar i en situation där de kan fatta förhastade beslut och på så sätt inte endast skadar bolaget, utan skadar även sig själva.

Om lagen tolkas lexikaliskt bör *white squire*-bud anses som alternativa erbjudanden som ska kunna användas av bolagsledningen för att skydda sig mot fientliga uppköpserbjudanden. Åtgärden resulterar dock i att genomförandet av ett takeover endast försvåras, när bestämmelsen istället torde leda till en större konkurrens mellan potentiella budgivare och på så sätt skapa ett så förmånligt erbjudande för målbolagets aktieägare som möjligt. Utifrån denna diskussion och granskning av lagbestämmelsens kontext bör det anses att det framkommer relativt tydligt att *white squire* erbjudanden inte bör anses omfattas av 5 kap. 1 § 2 st. LUA, utan endast *white knight*-erbjudanden ska kunna klassificeras som "alternativa erbjudanden".

## 4.4 Skyldigheten att skydda bolagets intressen

Förutom bestämmelserna i LUA går det även att granska förbuden utifrån regleringen i generalklausulerna i ABL. Lydelsen i 8 kap. 41 § ABL stadgar att en rättshandling eller annan åtgärd i exempelvis ett målbolag inte får medföra någon otillbörlig fördel åt en aktieägare eller en aktieägarmajoritet till nackdel för bolaget eller någon annan aktieägare i bolaget. Då vidtagna försvarsåtgärder kan resultera i ekonomiska fördelar eller nackdelar som kan anses vara otillbörliga enligt regleringen i ABL, borde lagen bli onekligen aktuell vid fientliga uppköpserbjudanden.

Dock så går det inte att helt utesluta idén att ett fientligt företagsförvärv kan gynna ett bolag och dess aktieägare om bolaget varit dåligt skött innan, då det kan rädda bolaget från en potentiell konkurs. Hamnar målbolaget på obestånd är det främst aktieägarna som förlorar på

---

<sup>177</sup> Stattin, D, Takeover, 2009, s. 387f. *Prisoners' dilemma* – Dilemmat är en spelteori som innebär att två spelare (fångar) inte samarbetar, något som skulle resultera i bästa resultat, utan istället strävar efter att maximera sin nytta och som resultat kommer till skada. Exempelvis: två fångar får erbjudandet att vittna mot varandra och på så sätt minimera sitt straff. De båda vittnar mot varandra och får ett lägre fängelsestraff. Fast om de hade samarbetat och hållit tyst hade de båda blivit frikända. På så sätt minimerar de sin personliga skada men försämrar det sammanlagda resultatet.

detta. Alternativt kommer det fientliga uppköpserbudandet fungera som en motivation för styrelsen att arbeta hårdare och få bolaget ”tillbaka på benen”. Detta resonemang var en av huvudfrågorna som framkom i den amerikanska kongressens diskussion kring fientliga företagsförvärvens positiva sidor.

Något mer som bör finnas i åtanke är styrelsens skyldighet att förhålla sig passiv och neutral för att inte förhindra eller försvåra genomförandet eller framläggandet av uppköpserbudande. Diskussionen kring styrelsens vägran att uppfylla bolagsstämmans beslut går även att binda samman med styrelsens vägran att samarbeta med en potentiell budgivare om detta skulle kunna i längden gynna bolaget. AMN har i sitt uttalande 2006:55 om uppköpet av Scania diskuterat möjligheterna ett målbolag har att vägra att bistå med information som skulle kunna vara av relevans för uppköpserbudandets genomförande. Nämnden kom fram till att sådan information skulle kunna innefatta exempelvis styrelsens uttalande gällande erbjudandet, annan spridning av information, förberedande arbetet inför målbolagets stämma mm. Detta bör med full rätt kunna betraktas som tillåtet handlande från ledningens sida för att skydda företaget. Enligt min åsikt skulle det, utan någon vidare svårighet, kunna dras paralleller mellan detta uttalande och den amerikanska *Nancy Reagan defence* som går ut på att styrelsen förblir maximalt passiv inom de legala ramarna.

En annan försvarsåtgärd som skulle kunna diskuteras i samband med skyddet av bolagets intressen är *crown jewel defence* där målet är att göra målbolaget så oattraktivt som möjligt genom att sälja av sina mest värdefulla tillgångar. Denna försvarsåtgärd i sig är inte tillåten men det har i AMNs avgörande 2006:55 samt 2007:10 kring MAN AGs uppköpsförsök av Scania framkommit att styrelsen kan disponera med bolagets kapital för att exempelvis värdera bolaget i samband med ett fientligt uppköpserbudande. Det framkommer dock inte i LUAs förarbeten vilken summa som skulle kunna anses vara skälig för att detta inte skulle kunna klassificeras som en försvarsåtgärd. De kostnader som läggs ut för en värdering skulle knappast kunna förhindra uppköpet av ett större bolag, men skulle kunna utan tvekan resultera i en avskräckande effekt vid uppköpet av ett mindre företag. På sådant sätt skulle styrelsens utlägg på något som inte medför någon nytta hos ett mindre bolag, kunna resultera i att budgivaren tar tillbaka sitt bud. På så sätt går det att dra paralleller till *crown jewel defence*, då utgifterna skulle göra målbolaget oattraktivt. För att detta inte ska missbrukas av företagsledningen finns det vissa moment som bör hållas i åtanke vid bedömningen om ledningens handlande bör kunna anses som en försvarsåtgärd. Först och främst är det relativt logiskt att målbolagets storlek och verksamhet bör vara en avgörande del i skälighetsbedömningen. Kostnader som läggs ut för en värdering hos ett mindre bolag eller ett bolag med mindre kapital kan vara av stor relevans för budgivaren. I så fall blir 5 kap. 1 § LUA tillämplig då det kan antas att förfarandets ändamål skulle vara att försämra erbjudandets genomförande. Även styrelsens generella vårdplikt blir aktuell i detta fall, då utgifter som läggs ut på värdering som skulle resultera i att bolaget blir oattraktivt, bör även vara av sådan storlek att det skadar bolaget. Dessa begränsningar inskränker självfallet på styrelsens handlingsförmåga men det har trots detta framkommit att målbolagsstyrelsen har en rad möjligheter att utifrån vissa förutsättningar agera skyddande vid en hostile takeover.

## 5. Avslutande reflektioner

Det har genom arbetets gång framkommit tydligt att möjligheten att vidta försvarsåtgärder är helt beroende på makten som målbolagsstyrelsen innehar. Det blir dock svårt att diskutera försvaret av målbolagets intresse när bolagsstämman och bolagsstyrelsen har i stort sätt olika intressen. Om inte styrelsen har möjligheten till att få ett större avgångsvederlag, kommer deras mål vara att behålla företaget samtidigt som bolagsstämman koncentrerar sig främst på att affären ska generera maximal ekonomisk vinst för aktieägarna. På detta sätt hamnar bolaget direkt i obalans när ett fientligt uppköpserbjudande framläggs.

När regleringen kring uppköpserbjudanden diskuteras bör främst balansen på aktiemarknaden stå i fokus. Målbolagsstyrelsens, aktieägarnas, budgivarnas och målbolagets intressen bör respekteras. Dessa ställningstaganden skulle kunna antas ligga bakom en så pass diffus och svårtolkad reglering på området. Praxis har visat, att trots huvudidén att försvarsåtgärder mot fientliga företagsförvärv bör vara förbjudna på grund av skaderisken för aktieägarna, finns det även ett utrymme för diskussionen kring försvarsåtgärdernas möjliga positiva aspekt.

Det generella förbudet mot tillämpning av försvarsåtgärder samt regleringen på området påvisar att målbolagsstyrelsens handlingsförmåga är på många sätt begränsad. Däremot har det genom avgöranden kring praktiska fall, lag och rättsprinciperna framkommit att styrelsen trots det ändå har en förmåga att agera och påverka utgången vid ett fientligt uppköpserbjudande. Av stor relevans och med en positiv verkan i det svenska systemet är vördnaden av målbolagets intresse utifrån bolagets verksamhet och syfte. Som det har diskuterats så kan situationen se ut på det sättet att aktieägarnas och styrelsens intressen inte blir desamma. Därför är det fullt förstäeligt varför den svenska regleringen ser ut som den gör där ett förbud mot vidtagande av försvarsåtgärder från takeover-direktivet har inkorporerats. Dock så kan det bli svårt att åstadkomma någon klarhet då alla situationer varierar och mycket bör finnas i åtanke vid de olika bedömningsfrågorna. Däremot går det inte att ignorera det faktum, att de svenska bestämmelserna och de principerna kring offentliga uppköpserbjudanden fungerar effektivt på den nationella aktiemarknaden, men kan förlora sin effektivitet om det hamnar i strid med ett annat ”fräckare” system så som exempelvis det amerikanska. I dagsläget är fientliga företagsförvärv fortfarande relativt sällsynta på den svenska aktiemarknaden, något som fortfarande kan ses utifrån antalet AMN uttalanden, men antalet sådana takeovers kommer med all säkerhet att öka i takt med den pågående globaliseringen. Det skulle vara i stort sätt omöjligt att skapa en gemensam internationell reglering kring området men gemensamma europeiska regler som skulle behandla fientliga företagsförvärv skulle definitivt bidra till en rättvisare aktiemarknad. Detta skulle i sådana fall bidra till ett gott skydd för den svenska marknaden med hänsyn till dess i jämförelse svaga styrka.

Så vilka aktiva handlingar eller passivt beteende från målbolagsstyrelsens sida kan trots förbudet anses överensstämma med god sed på värdepappersmarknaden? Frågan är svår att besvara. I praktiken har det visats att styrelsens handlingsförmåga är stor så länge det går att stödja att åtgärderna inte försvarar eller förhindrar konkurrerande budgivarnas handlade,

något som är essentiellt för en väl fungerande och effektiv marknad. Det ska även gå att stödja det faktum att de vidtagna åtgärderna gynnar bolaget, även om det i viss mån ibland kan skada aktieägarna. Eftersom det står klart att aktieägarnas och målbolagsstyrelsens intressen skiljs från varandra skulle en starkare makt hos bolagetsstyrelsen kunna resultera i inkorrekt, egoistiskt agerande från deras sida. Därför, med hänsyn till de tillgivna maktförhållandena, kan den nationella regleringen anses som väl avvägd trots viss inkoherens.

# Källförteckning

## **Lagförarbeten**

Prop. 2005/06:140 Offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden

SOU 1990:1 Företagsförvärv i svenskt näringsliv

SOU 2005:58 Ny reglering av offentliga uppköpserbudanden

SOU 2006:50 En ny lag om värdepappersmarknaden

## **Litteratur**

Bebchuk, Lucian A., Jackson, Robert J., *Toward a Constitutional Review of the Poison Pill*, Columbia Law Review, Vol. 114, 2014

Broneus, Sandra, Stattin, Daniel, *Lagen om offentliga uppköpserbudanden på aktiemarknaden: Kommentar och referenser*, Thomson Reuters, Stockholm, 2010

Dahlman, Christian, Glader, Marcus, Reidhav, David, *Rättsekonomi- en introduktion*, uppl. 2, Studentlitteratur, Lund, 2005

Deakin, Simon, Slinger, Giles, *Hostile Takeovers,, Corporate Law and the Theory of the Firm*, Journal of Law and Society, Vol. 24, No.1,1997

Ejvegård, Rolf, *Vetenskaplig metod*, uppl. 4.1, Lund 2009

Eklund, Karin, Stattin, Daniel, *Aktiebolagsrätt och aktiemarknadsrätt*, uppl. 1, Iustus Förlag, Uppsala, 2013

Eklund, Karin, Stattin, Daniel, *Kapitalmarknadsrätt*, uppl. 1:1, Iustus Förlag, Uppsala, 2015

Ferrara Ralph C., *Takeovers, attack and survival: a strategist's manual*, Butterworth & Co, Stoneham, 1987

Henderson, Dan Fenno, *Comparative Law in Perspective*, Pacific Rim & Policy Journal Vol. 1 No. 1, 1992

Hettne, Jörgen, Otken Eriksson, Ida, *EU-rättslig metod; Teori och genomslag i svensk rättstillämpning*, uppl. 1, Norstedts Juridik, Stockholm, 2005

Härkönen, Elif, *Aktiemarknadsbolagets informationsgivning- särskilt om amerikansk och svensk reglering av selektiv information på sekundärmarknaden för värdepapper*, Jure Förlag, Stockholm, 2013

Johnson, Lyman, Millon, David, *Misreading the Williams Act*, Michigan Law Review, Vol. 87:1862

Jonsson, Tor, *Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv*, Juridisk Tidskrift, 1996/97

Kenda, Hideki, *Perspectives in Company Law and Financial Regulation: Essays in Honour of Eddy Wymeersch – Takeover defences and the role of law: a Japanese perspective*, Cambridge University Press, 2009

Korling, Fredric, Zamboni, Mauro (red.), *Juridisk metodlära*, uppl. 1, Studentlitteratur, Lund, 2013

Morse, Geoffrey, *Company Law*, uppl. 16, Sweet & Maxwell, London, 1999

Romano, Roberta, *The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion*, Cincinnati Law Review, Vol. 57, 1988

af Sandeberg, Catarina, *Aktiebolagsrätten*, uppl. 2, Studentlitteratur, Lund, 2007

Sandström, Torsten, *Svensk aktiebolagsrätt*, uppl. 5, Norstedts Juridik, Stockholm, 2015

Skog, Rolf, *Om betydelsen av vinstsyftet i aktiebolagslagen*, Svensk Juristtidning, 2015

Stattin, Daniel, Keisu, Jenny, *Bolagsorgan och bolagsstyrning- en introduktion till organisation, styrning och kontroll i aktiebolag och aktiemarknadsbolag*, uppl. 1:1, Nordstedts Juridik, Stockholm, 2009

Stattin, D, *Om due diligence-undersökningar vid takeover-erbjudanden*, Svensk Juristtidning, 2008

Stattin, Daniel, *Takeover- Offentliga uppköpserbjudanden på aktiemarknaden enligt svensk rätt*, Thomson Reuters, Stockholm, 2009

Strömholm, Stig, *Användning av utländskt material i juridiska monografier- Några anteckningar och förslag*, Svensk Juristtidning, 1971

Werlauff, Erik, *EU-Company Law – Common business law of 28 states*, uppl. 2, DJOF Publishing, Köpenhamn, 2003

Zetterström, Stefan, *Juridiken och dess arbetssätt*, uppl. 2, Iustus Förlag, Uppsala, 2012

Östberg, Jessica, *Styrelseledamöters lojalitetsplikt – Särskilt om förbudet att utnyttja affärsmöjligheter*, Jure Förlag, Stockholm, 2016

### ***Aktiemarknadsnämndens uttalanden***

AMN 2014:11 Petrogrand – Shelton Petroleum

AMN 2007:10 Scania

AMN 2006:55 Scania – MAN AG

AMN 2005:47 Skandia – Old Mutual

### ***Internetlänkar***

<http://www.aktiemarknadsnamnden.se>

<http://www.bolagsstyrning.se>

<http://corpgov.law.harvard.edu/wp-content/uploads/2011/10/The-Williams-Act-A-Truly-Modern-Assessment.pdf> - "The Williams Act: A Truly "Modern" Assessment

<http://www.di.se/artiklar/2015/12/3/electrolux-ordkriget-i-rattegangen-fortsatter/>

<http://www.nasdaqomx.com>

<http://www.scb.se/>

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