



Juridiska institutionen
HANDELSHÖGSKOLAN VID GÖTEBORGS UNIVERSITET



Henrik Höfde

Bolagsordningen i försvaret mot fientliga företagsförvärv

Tillämpade studier på Jur.Kand.-Programmet, 20 p
Göteborg HT 1999

Handledare: Professor Rolf Dotevall

Sammanfattning

Företeelsen att företag går samman eller att ett företag köper upp ett annat har under nittiotalet ökat kraftigt. I de fall bolaget som skall bli uppköpt, målbolaget, motsätter sig dessa planer benämns förvärvet fientligt. I dessa fall är det vanligt att målbolaget försöker aktivt förhindra förvärvet, det försvarar sig. Det finns en uppsjö av olika försvarsmetoder, och begränsningen ligger i målbolagets kreativitet. Försvarsmetoderna klassificeras med fördel efter när de införs, före eller efter förvärvet.

Försvarsmetoder i bolagsordningen är ett försvar som införs innan det fientliga budet läggs. I Sverige är detta försvarsmetoder som inte är så belysta, varken juridiskt eller ekonomiskt. Traditionellt används inte bolagsordningen i ett företag på ett aktivt sätt. Detta medför att rättsläget är oklart, dels vilka specifika försvarsmetoder som kan införas, dels hur långt minoritetsskyddet kan inskränkas i bolagsordningen. Dessa båda delproblem hänger givetvis ihop. Var gränsen för minoritetsskyddet går får avgöras från fall till fall, rent generellt är skyddet svårt att definiera. Slutsatsen i uppsatsen är att minoritetsskyddet i de flesta fall är svårt att åsidosätta i bolagsordningen.

1	INLEDNING	5
1.1	ALLMÄNT	5
1.2	SYFTE	5
1.3	AVGRÄNSNINGAR	6
1.4	METOD	6
2	FIENTLIGA FÖRETAGSFÖRVÄRV	8
2.1	FÖRETAGSFÖRVÄRVENS JURIDIK	9
2.1.1	<i>Aktiebolagsrätt</i>	9
2.1.2	<i>Börsrätt</i>	9
2.1.3	<i>EG-rätt</i>	10
2.2	SKÄL TILL FÖRETAGSFÖRVÄRV	11
2.2.1	<i>Vinstmaximerande skäl</i>	11
2.2.2	<i>Icke vinstmaximerande skäl</i>	12
2.3	TILLVÄGAGÅNGSSÄTT VID FÖRETAGSFÖRVÄRV	13
2.4	KONTROLL AV BOLAG	15
3	FÖRSVARSAÅTGÄRDER	16
3.1	SKÄL TILL FÖRSVAR	16
3.2	FÖRSVARSAÅTGÄRDER INNAN BUD LAGTS	17
3.2.1	<i>Poison pills</i>	17
3.2.2	<i>Ask-i-ask ägande</i>	18
3.3	FÖRSVAR EFTER BUD LAGTS	18
3.3.1	<i>Pacman</i>	18
3.3.2	<i>Återköp av aktier</i>	19
3.3.3	<i>Golden parachute</i>	19
3.3.4	<i>Korsvist ägande</i>	20
3.3.5	<i>Fullmakt</i>	20
3.3.6	<i>Crown jewel</i>	20
3.3.7	<i>Emission av aktier</i>	21
4	BOLAGSSTÄMMAN	22
4.1	EXTRA BOLAGSSTÄMMA	23
5	BOLAGSORDNINGEN	24
5.1	OBLIGATORISKA	24
5.2	FAKULTATIVA	25
6	SHARK REPELLENTS	26
6.1	FÖRSVÅRA FÖRVÄRV AV AKTIER	27
6.1.1	<i>Hembud</i>	27
6.1.1.1	Faktorer som utlöser hembud	27
6.1.1.2	Vilka är lösningsberättigade	28
6.1.1.3	Hur går lösen till	28
6.1.1.4	Börsrättsliga krav	29
6.1.1.5	Avslutande analys	29
6.1.2	<i>Förköps- och samtyckesklausuler</i>	30
6.1.3	<i>Budplikt</i>	30
6.1.4	<i>Tvångsinlösen</i>	32

6.1.5	<i>Ett slags utlånningsförbehåll</i>	33
6.2	FÖRSVÅRA KONTROLL AV BOLAGET	33
6.2.1	<i>Generella röstbegränsningar</i>	33
6.2.1.1	Differentierad rösträtt	33
6.2.1.2	Inskränkt rösträtt	35
6.2.1.3	Konvertibla aktier	35
6.2.2	<i>Specifika röstbestämmelser</i>	35
6.3	ÖVRIGA BESTÄMMELSER I BOLAGSORDNINGEN	37
7	ANALYS AV MINORITETSSKYDDET VID SHARK REPELLENTS	38
7.1	NEGATIVA RÄTTIGHETER	39
7.1.1	<i>Majoriteten skall följa bolagsordningen</i>	39
7.1.1.1	Avtalspekter av bolagsordningen	40
7.1.2	<i>Likhetsprincipen och generalklausulerna</i>	40
7.1.2.1	Otillbörlighet	42
7.2	POSITIVA RÄTTIGHETER	45
7.2.1	<i>Förvaltningsrätt</i>	45
7.2.2	<i>Aktiers fria omsättningsbarhet</i>	45
7.3	ÖVRIGA RÄTTIGHETER	46
8	AVSLUTNING	47
9	KÄLLFÖRTECKNING	48
9.1	OFFENTLIGT TRYCK	48
9.2	RÄTTSFALL	48
9.3	ANDRA UTTALANDEN AV OFFENTLIGA ORGAN	48
9.4	LITTERATURFÖRTECKNING	49
9.5	TIDSSKRIFTER	51

1 Inledning

1.1 Allmänt

När ett företag blir uppköpt medför detta oftast väldigt stora förändringar för företaget och dess intressenter. Verksamheten kan ändras, ledningen bli utbytt, och personalen bli friställd. En tydlig trend i näringslivet under de senaste åren är att antalet företagsförvärv ökat kraftigt. Det är ett rimligt antagande att denna trend kommer fortsätta och att fler bolag därmed kommer att finna anledning till att aktivt skaffa sig ett skydd mot att bli uppköpta.

Ett sorts skydd emot dessa förvärv får målbolaget genom sin bolagsordning. Vad som kan ingå i en bolagsordning i Sverige är oklart. Frågan har inte på något uttömmande sätt behandlats av lagstiftaren, utan istället är det upp till domstolarna att fastställa vad som är tillåtet. Problemet är att denna praxis i stort sett lyser med sin frånvaro. Detta beror dels på att traditionellt har bolagsordningen setts som ett formellt dokument som inte haft någon möjlighet att påverka bolagets situation vid ett fientligt bud, dels på att det görs en första prövning av bolagsordningar av PRV vid registreringen och följaktligen minskar domstolarnas arbete. PRVs praxis är inte kartlagd.

Vissa begrepp som används i uppsatsen kan närmare behöva förtydligas. Målbolaget betecknar det bolag som är föremål för uppköpet. Jag använder denna term även innan budet läggs för att förenkla och slippa flera olika termer för samma bolag. Det bolag som lägger budet benämns köparbolaget alternativt den fientlige köparen. För att beteckna försvarsåtgärder i bolagsordningen använder jag mig av den engelska benämningen shark repellents. Detta för att det saknas någon bra svenskt samlingsnamn för företeelsen.

1.2 Syfte

Syftet med uppsatsen är att kartlägga vilka försvarsåtgärder som är möjliga att införa i bolagsordningen utifrån en allmän bolagsrättslig synvinkel. I kartläggningen tas även hänsyn till hur effektiva åtgärderna är, om de får önskat resultat för målbolaget.

Efter kartläggningen analyserar jag i vilken utsträckning minoritetsskyddet får förändras i bolagsordningen. Anledningen till att analysen görs utifrån minoritetsrätten är p g a att den fientlige köparen i många situationer befinner sig i en minoritetssituation. Analysen bli på så sätt dynamisk, dels vill det försvarande

målbolaget i så stor utsträckning som möjligt försvara sig och dels vill köpare inte bli berövad någon av de rättigheter som kan innebära att kontroll över bolaget förvärvas. Den fientlige köparen kommer antagligen i ett första skede när denna försöker ogiltigförklara en shark repellentförsvar rikta in sig på minoritetsskyddet. Därför måste målbolaget noga ta hänsyn till dessa skyddsregler då det planerar att införa ett sådant försvar.

1.3 Avgränsningar

Analysen av vad som är möjligt att ta med i en bolagsordning görs, som nämnts, utifrån minoritetsskyddet. Andra begränsningar än minoritetsskyddet kan givetvis vara aktuella. Exempelvis finns andra intressenter än minoriteten i ett aktiebolag som är skyddsvärda enligt aktiebolagslagen. Därutöver finns i associationsrätten en rad andra principer som inte helt går att frångå i en bolagsordning. Kompetensfördelningen bland bolagsorganen är en sådan, vissa justeringar kan göras i bolagsordningen men grundstrukturen kan ett bolag ej gå ifrån.

Uppsatsen är skriven utifrån ett aktiemarknadsbolags¹ synvinkel. Detta p g a att det är främst i ett sådant bolag som det är aktuellt med denna försvarstyp. De börsrättsliga aspekterna berör således endast dessa bolag. Enligt aktiebolagslagen får inte ett privat aktiebolag vara börsnoterat, ABL 1 kap 4 §. Övriga associationsrättsliga aspekterna gäller däremot för samtliga aktiebolagstyper om detta inte uttryckligen anges i texten.

Jag har vid kartläggningen av möjliga shark repellents utgått ifrån en systemmodell, fig 1. Denna visar att försvarsåtgärder i bolagsordningen främst inriktar sig på två aspekter, dels att förhindra att den fientlige köparen förvärvar aktier i målbolaget, dels förhindra att denne erhåller kontrollen över bolaget. Denna modell stämmer i stort, dock finns vissa försvarsåtgärder som ej passar in i denna klassificering, se nedan kap 6.3. Möjligtvis har denna systemmodell gjort att jag omedvetet avgränsar mig för att kunna upprätthålla modellen.

1.4 Metod

¹ Ett aktiemarknadsbolag är ett svenskt aktiebolag som utgivit aktier vilka är noterade vid börs eller auktoriserad marknadsplats, IL 2 §.

Uppsatsen behandlar ämnet både ur ekonomisk och juridisk synvinkel. Utgångspunkten är en traditionell juridisk metod. Eftersom rättskällorna högre upp i hierarkin inte behandlar frågeställningen i någon större utsträckning vilar uppsatsen till stor del på doktrin. Den ekonomiska synvinkeln kompletterar framställningen dels genom att ge en introduktion till ämnet, dels som en rättsekonomisk ansats för analysen. Självregleringen på börsrättens område tar stor hänsyn till ekonomiska argument vilket gör att denna ansats lämpar sig väl. Och på aktiebolagsrättens område ger den rättsdogmatiska metoden en ofullständig bild av rättsläget varför en rättsekonomisk vinkling gör analysen mer fullständig.

2 Fientliga företagsförvärv

Någon definition i svensk lagtext vad ett företagsförvärv är saknas, men företeelsen brukar i anglosaxisk litteratur beskrivas som en situation där kontrollen över målbolaget eller dess tillgångar övertagits av en person, fysisk eller juridisk, eller i grupp antingen genom att köpa tillgångarna eller indirekt genom få kontroll över ledningen i målbolaget.² Ställer sig styrelsen i målbolaget negativt till budet betecknas det som en fientligt företagsförvärv. Enligt NBKs rekommendation om offentliga erbjudanden skall målbolagets styrelse offentliggöra sin uppfattning, samt motivera grunden för sin inställning.³ Därmed fastställs budets karaktär redan vid dess avläggande.

I Sverige skedde under lång tid inte så många företagsförvärv överhuvudtaget, och de som inträffade var sällan fientliga, utan styrelsen i målbolaget var positiv till budet och samarbetade. I de fall styrelsen varit negativt inställd lade sällan köparen något bud då styrelsens avoghet setts som en indikation på inställningen hos aktieägarna i målbolaget. Det första fientliga budet på börsen i Sverige anses ha lagts av Beijerinvest. Detta inträffade 1979 och målbolaget var Företagsfinans. Budet gick dock inte igenom. Det första lyckade fientliga förvärvet skedde 1985 då Volvo lade ett bud på Cardo. Mellan åren 1979 och 1989 har ca 15 fientliga bud lagts varav fyra har genomförts, totalt under perioden lades 165 bud.⁴

De länder som haft en stor andel av företagsförvärv under åren är främst USA och England. Utmärkande för dessa båda länder är att de har en ägarstruktur i börsbolag som är väldigt splittrad med många små aktieägare. Det blir därmed relativt lätt för en köpare att få kontroll över ett sådant bolag.

Tyskland är de anglosaxiska ländernas motsats. Det förekommer i stort sett inte några fientliga företagsförvärv. Förklaringarna till detta är flera. Dels är andelen bolag i Tyskland som är börsnoterade mindre än i de anglosaxiska länderna, och de flesta har en stark huvudägare.⁵ Dels försvarar den tyska bolagsrätten för en köpare att ta kontroll över ett företag. Det krävs 75%-ig majoritet på stämman för att byta ut styrelsen, Aufsichtsrat, och halva styrelsen består av arbetstagarrepresentanter som förvärvaren inte har någon kontroll över.

² Weinberg m fl, Weinberg and Blank on takeovers and mergers, para 103

³ NBK/oe 1999 II p 12

⁴ Clausen N.J, Takeover bids, s 25

⁵ Hopt K.J., European takeover, s 166

Sverige har fortfarande ett starkt koncentrerat ägande, men genom en rad avregleringar under 1990-talet går Sverige mot en situation som allt mer liknar de anglosaxiska länderna. Och under senare år har marknaden för företagsförvärv ökat markant i hela världen och även i Sverige. Företagen försöker att bli allt större och få en allt större global täckning. Detta främst för att konkurrensen blir allt mer global, tidigare räckte det att vara marknadsledande på nationella marknader men detta ger i många branscher i dag ingen styrkeposition.⁶

2.1 Företagsförvärvens juridik

I svensk rätt betraktas företagsförvärv som köp av aktier, vilket är en privaträttslig transaktion.⁷ Lagstiftning som direkt reglerar fientliga företagsförvärv saknas därför i Sverige. Givetvis finns det lagar som på ett allmänt plan blir aktuella vid ett företagsförvärv och de handlingar som utförs i anslutning till en sådan. Avsaknaden av direkta lagar har skapat utrymme för självreglering från näringslivets sida.

2.1.1 Aktiebolagsrätt

Den enda regleringen i ABL som direkt tar sikte på ett företagsförvärv är reglerna om tvångsinlösen, 14 kap 31 §. Detta gäller i situationer där köparen kommit upp i en ägarandel på mer än 90 procent. Dessutom är även bolagsorganens kompetens av intresse, främst vid ett försvar av målbolaget. ABL 8 kap 3 § fastställer styrelsens kompetens och dess möjligheter att agera vid ett fientligt företagsförvärv. Därutöver kan minoritetsskyddsregler,⁸ bli aktuella, eftersom vid företagsförvärv tas ofta besluten av de stora aktörerna utan primär hänsyn till de små aktieägarna.

2.1.2 Börsrätt

Till börsrättens område räknas både lagar och självreglering⁹. Börsbolagen är civilrättsligt bundna till en del av självregleringen genom fondbörsens noteringsavtal. Bl a gäller Näringslivets börskommittés, NBK, rekommendation om offentliggörande vid förvärv och överlåtelse av aktie. Denna innebär att alla aktieinnehav vars röstandel i bolaget överstiger fem procent och därefter varje procenttal jämt delbart med fem skall offentliggöras. En köpare som inte är bunden av NBKs rekommendation måste ”flagga” sitt innehav enligt LHF 4 kap 1 §. De aktuella röstandelarna är 10, 20, 33 1/3, 66 2/3 procent. Till skillnad ifrån

⁶ Exempelvis byggdes ABB upp utifrån starka positioner i vissa länder, medan andra lämnades obearbetade. I dag har denna strategi övergetts av bolaget.

⁷ Jonsson T., Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv, s 887

⁸ Till exempel ABL 3 kap 1 §.

⁹ Självreglering är mer eller mindre auktoritära uttalanden och rekommendationer ifrån börsens aktörer, ex NBK och AMN.

lagstiftning kan självregleringen snabbt ändras då förutsättningarna ändras, vilket anses av börsens aktörer som väldigt viktigt.

Den rekommendation från NBK som inriktar sig främst på företagsförvärven är den rörande offentligt erbjudande om aktieförvärv. Även denna rekommendation är bindande för börsbolagen, men gäller principiellt för samtliga juridiska och fysiska personer. Ett offentligt erbjudande definieras som "... ett erbjudande på generell angivna villkor om att överta aktier i ett annat bolag, riktat till aktieägarna i det bolag som skall förvärvas (målbolaget)."¹⁰ Ett offentlig erbjudande skall riktas till samtliga aktieägare, eller till alla aktieägare i ett aktieslag, och kan avse bud på hela bolaget eller endast en del. Erbjudandet skall vara lika för alla aktieägare, dock kan erbjudandekursen skilja mellan olika aktieslag. Budgivaren är bunden av sitt offentliga erbjudande under acceptfristen. Denna frist får inte understiga tre veckor. När ett offentligt erbjudande läggs måste ett prospekt utarbetas med krav på viss information. Bl a skall information ges om erbjudandets villkor, motiv till erbjudandet och information om de bägge bolagen.

En annan viktig aktör på börsrättens område är aktiemarknadsnämnden, AMN. Dess syfte är att uttala sig om god sed på aktiemarknaden. Detta kan den göra dels genom att någon ställer en fråga till AMN, dels genom att självmant behandla en fråga som behöver belysas. AMN undviker att uttala sig om frågor av ren lagtolkningskaraktär, eftersom detta åligger domstolar att bedöma. Någon möjlighet att utdöma sanktioner saknar AMN.

2.1.3 EG-rätt

Inom EG-rätten påverkar främst förslagen till 5:e och 13:e bolagsdirektiven företagsövertaganden. Trots att dessa inte är antagna och kanske aldrig kommer att bli det har svensk bolagsrätt och självreglerande organ ändå tagit intryck av dess innehåll.

Trettonde bolagsdirektivet syftar till att harmonisera företagsförvärven inom EU. Senaste förslaget presenterades 1996. Huvuddragen i direktivet är: erbjudande plikt vid 1/3 av rösterna; vad ett erbjudandeprospekt skall innehålla; budprocessen; styrelsens handlande under budet.

Förslaget till femte bolagsdirektiv innehåller bl a regler om aktiers rösträtt. Denna skall vara samma för alla aktier i bolaget, dock får medlemsländer tillåta undantag.

¹⁰ Afrell L. m fl, Lärobok i kapitalmarkandsrätt, s 231

Dels tillåts preferensaktier ha lägre röstvärde, dels kan bestämmelser införas i bolagsordningen rörande rösträttsbegränsningar¹¹.

2.2 Skäl till företagsförvärv

Vid en analys av företagsförvärv och försvar emot dessa är det viktigt att förstå varför de görs. Bakom varje förvärv finns ett stort antal skäl, men ytterst borde alla dessa mynna ut i att köparen förväntar sig att förvärvet ska medföra framtida ekonomiska fördelar för köparen. Företaget väljer att agera på ett sådant sätt så att dessa fördelar blir så stora som möjligt – företaget är vinstmaximerande. Vissa företagsförvärv kritiserar dock för att snarare gynna företagsledningen i det köpande bolaget än bolaget och dess aktieägare.

2.2.1 *Vinstmaximerande skäl*

Ett skäl till att förvärva företag är för att synergivinster skall uppstå. Med synergivinster avses det mervärde som skapas vid förvärvet som överstiger summan av företagens värde var för sig.¹² De flesta typer av synergieffekter kan bara uppstå då köparen redan driver egen näringsverksamhet som slås samman med målbolagets. Ofta uppstår dessa synergivinster endast vid unika företagskombinationer. Ur målbolagets synvinkel medför detta vid ett försvar att det inte finns något annat företag som är intresserad att förvärva det, eller som målbolaget på något annat sätt kan samarbeta med.

Företagsförvärv kan klassificeras utifrån om de har horisontell eller vertikal verkan. En takeover med horisontell verkan innebär att de båda företagen producerar varor eller tjänster som är liknande och konkurrerar med varandra. En takeover minskar således konkurrensen på marknaden vilket gynnar den nya enheten bestående av köparen och målbolaget på bekostnad av konsumenterna.¹³ Utöver denna vinst kan oftast ett horisontellt förvärv leda till betydande skalfördelar, d v s effektivare användning av varaktiga resurser i företaget. Kostnaderna för dessa resurser fördelas på en större produktion genom sammanslagningen. Med en vertikal takeover avses det fall där det ena av de två inblandade företagen kan fungera som leverantör till det andra företaget av varor eller tjänster. Detta anses effektivisera produktionsflödet och lagerhållningen.

¹¹ En sådan begränsning innebär att en aktieägare inte får rösta för hela sitt aktieinnehav.

¹² Hopt K.J., European takeovers, s 7

¹³ Konkurrenslagstiftningen utgör därför en begränsning av möjligheterna att förvärva företag.

Ett annat skäl till företagsförvärv är så kallade finansiella synergivinster. Detta är när målbolaget främst förvärvas för att dess kassa eller intjäningsförmåga skall användas i det köpande bolagets verksamheter. Detta anses t ex vara det främsta skälet till att Kinnevik förvärvade i början av 1990-talet Korsnäs, ett traditionellt skogsföretag. Korsnäs var i en situation där inte så många nyinvesteringar krävdes, medan Kinnevik hade stora investeringsbehov i sina verksamheter inom telekom och media, och Kinneviks verksamheter bedömdes ha större vinstpotential än Korsnäs. För att ett dotterbolag skall kunna lämna avdragsgilla koncernbidrag krävs att det ägs till 90% av moderbolaget, SIL 2 § 3 mom.

Ett annat skäl än synergivinster kan förklaras genom marknadsineffektivitet. Nämligen att målbolagets aktier inte har den värdering den borde ha på börsen. För det köpande företaget uppstår inga synergivinster utan vinsten ligger i att det köper något som egentligen är värt mer. Samma effekt uppstår om köparbolagets aktier skulle vara övervärderade och förvärvet betalas med aktier i köparbolaget. Detta torde vara en förklaring till många av dagens förvärv, men det förutsätter att målbolagets aktier inte har motsvarande höga värdering.

2.2.2 Icke vinstmaximerande skäl

En annan skäl till företagsförvärv kan förklaras genom ”agency costs”. Dessa företagsförvärv genomförs inte för att maximera köparbolagets värde, eller aktieägarnas förmögenhet, utan för att de gynnar företagsledningen på något sätt. Eftersom ledningen ofta kan kräva högre lön om koncernen blir större har de anledning att förvärva företag. Ett annat skäl till att förvärva bolag är göra målbolaget tillräckligt stort så att det självt inte blir uppköpt, och ledningen får sparken av de nya ägarna.¹⁴

Risken för agentkostnader anses vara större i företag med splittrad ägarstruktur än i företag med stora aktiva ägare.¹⁵ Detta hänger samman med att ledningen inte blir tillräckligt övervakad i företag som saknar aktiva och resursstarka ägare. I företag där ledningen själva äger aktier eller på något annat sätt har sin lön eller förmögenhet knuten till kursutvecklingen på företagets aktier sammanfaller ledningens och aktieägarnas intressen alltmer, och agentkostnaderna minskar. Detta är den bärande tanken bakom dagens optionsprogram. Dessa program är den kostnad som aktieägarna betalar för att minska bolagets ”agency costs”. Aktieägarna är villiga att betala optionskostnaden så länge den understiger den agentkostnad som försvinner i och med optionsprogrammet.

¹⁴ Bergström C. m fl, Aktiebolagets grundproblem, s 74

¹⁵ A a s 69

De förvärv som skapar konglomerat anses idag ofta vara ett utslag av agentproblematiken. Med konglomerat menas de fall där de inblandade företagen har vitt skilda verksamheter och att det inte finns några vertikala eller horisontella synergikopplingar dem emellan. Dessa takeovers sker eftersom köparen härigenom minskar sin företagsspecifika risk, så som diversifiering. Detta sker till exempel genom att det förvärvade företaget har en annan konjunkturcykel än köparens övriga verksamheter. Den yttersta risken för ett företag är att gå i konkurs vilket eventuellt kan undvikas genom diversifiering. Detta var en strategi som ansågs av många vara värdeskapande under 70-talet. Under senare år har dock denna företeelse kritiserats i de fall den använts av börsnoterade företag och anses idag ej vara värdeskapande för köparbolaget.¹⁶ Kritikerna påpekar främst att styrelsen i ett konglomerat omöjligt kan vara insatta i så skilda verksamheter samt att aktieägarna i köparbolaget kan om de vill diversifiera risken i sitt aktieinnehav genom att skapa en diversifierad portfölj. Detta är mycket enklare och billigare än att bolaget skall köpa ett annat företag. Som en följd av dagens åsikter har de flesta konglomerat renodlats – sålt ut vissa innehav och delat ut andra till aktieägarna.¹⁷

Om däremot ägarsituationen i målbolaget är sådan att agentkostnader finns i bolaget, ger ett förvärv av detta bolaget upphov till synergivinster då ledningen i målbolaget byts ut med personer från det köpande bolaget och därmed försvinner agentkostnaderna.¹⁸

2.3 Tillvägagångssätt vid företagsförvärv

Beroende på avsikten med övertagandet, hur snabbt det skall gå, målbolagets ägarstruktur, och hur bolagsordningen ser ut finns det olika uppköpsmetoder att tillgå.

Vanligast vid takeovers är att köparen lämnar ett offentligt erbjudande. Nackdelen med detta är att om målbolaget är negativt inställda till budet har det stora möjligheter att försvara sig eftersom affären blir känd på ett tidigt stadium. En annan nackdel är att aktiekursen brukar öka kraftigt vid när ett takeover bid blir känt vilket ökar köparens kostnad för att överta målbolaget.

En annan taktik är därför att köpa sig kontroll i ett företag över börsen. Detta kan göras mer anonymt, märk dock ovan nämnda flaggningsregler som begränsar detta

¹⁶ Hopt K.J., European takeovers, s 22

¹⁷ Exempelvis Volvo som tidigare var verksam inom, förutom fordonsindustri, läkemedels-, livsmedels-, och tobaksindustri har idag renodlat verksamheten fullständigt till fordonssektorn.

då köparen bryter någon procentintervall. En sådan metod benämns ”creeping acquisition”.¹⁹ Denna går ut på att köpa aktier i små mängder så att börskursen inte påverkas markant och fram till dess att flaggning måste göras är köparens planer helt hemliga. En annan metod är det som brukar kallas ”midnight raid”. Denna går ut på att förvärva över börsen som många aktier som möjligt på så kort tid som möjligt. Dessa två metoder försvårar ett försvar av målbolaget samtidigt som spekulation i aktierna undviks. I ekonomisk teori hävdas det att det är de aktier som köparen köper via börsen innan budet blir känt som denne senare tjänar pengar på.²⁰ Detta förklaras genom att de ursprungliga aktieägarna har möjlighet att åka snålskjuts på köparens förbättringar av företaget, och dessa aktieägare kommer därför inte att sälja sina aktier om inte de får full betalning för dessa.²¹ Detta eliminerar helt den del av köparbolagets vinst som belöper på dessa aktier.

Ett tredje sätt att förvärva ett annat företag är genom privata förhandlingar med aktieägarna. Detta är en dyr och tidskrävande metod om förhandling skall hållas med samtliga aktieägare. Därför används den ofta endast vid förhandling med de största aktieägarna och därefter läggs ett offentligt bud. Fördelen med metoden är, precis som vid förvärv över börsen, att planerna kan hållas hemliga tills flaggning måste ske.²²

Den vanligaste vederlagsformen vid takeovers är kontant betalning, men. Av de takeovers företagsförvävsutredningen undersökte betalades mer än hälften av dem kontant.²³ Allt vanligare är att betalningen sker med aktier i köparbolaget.²⁴ Alternativt kan bägge dessa vederlagsformer kombineras så att en del består av aktier och en annan av pengar, eller att de som vill få betalt i pengar får det och de som vill få sina aktier utbytt till köparbolagets akter får det.

¹⁸ Högholm K., Essays in the market for corporate control, s 2

¹⁹ Christensen J.S., Contested takeovers, s 169

²⁰ Rydqvist K., Förvävsstrategier på den svenska marknaden för företagskontroll, s 40 ff

²¹ Om exempelvis målbolagets värde kan förbättras till 100 miljoner kronor och det har 1 miljon utestående aktier, aktievärdet per aktie blir då 100 kr. Aktieägarna kommer inte att sälja under detta, utan stanna kvar som ägare och ta del av värdeförbättringen. Men om köparbolaget redan förvärvat 10 procent av aktierna (100 000 st) redan över börsen till 90 kronor styck kommer köparbolaget att tjäna värdehöjningen på dessa aktier (100 000 st * 10 kr i värdehöjning = 1 000 000 kr).

²² Det tyska Lindes köp av AGA började med privat förhandling med storägarna i AGA Industrivärden och Martin Ebner, och AGAs kurs rörde sig inte nämnvärt under denna period.

²³ SOU 1990:1 s 96

²⁴ För många av målbolagets aktieägare blir skatteeffekten gynnsammare i dessa fall, eftersom de får uppskov med eventuell reavinstskatt tills de nya aktierna säljs. Samt att, som ovan nämnts, då köparbolagets aktier är högt värderade kan det köpa målbolaget billigt.

2.4 Kontroll av bolag

Det som skiljer en företagsförvärvare ifrån övriga aktiespekulanter är att dennes vinst i de flesta fall uppstår först när kontroll erhållits över målbolaget. Kontroll av ett bolag kan erhållas på flera sätt. Lucy Smith delar upp kontrollen i fem skilda kategorier.²⁵

- Kontroll genom att äga alla, eller så gott som alla aktier
- Majoritetskontroll
- Kontroll genom olika juridiska konstruktioner utan att ha majoritet
- Minoritetskontroll
- Ledningskontroll

Den som på bolagsstämman representerar mer än hälften av rösterna kontrollerar bolagsstämman, ABL 9 kap 28 §. En person som äger mer än hälften av aktierna kommer således i normalfallet²⁶ att kontrollera stämman. Vissa beslut kräver dock enligt lag kvalificerad majoritet, exempelvis 2/3-delars majoritet. Men för att slippa ta hänsyn till minoriteten krävs 90%, eftersom då kan tvångsinlösen göras.

Genom aktieägaravtal eller fullmakter till bolagsstämman kan en aktieägare erhålla kontroll utan att vara majoritetsägare, dock är kontrollen betydligt svagare. Bryter någon avtalspart emot aktieägaravtalet blir ändå bolagsstämmobeslutet giltigt. Fullmakten är en ännu svagare eftersom denna när som helst kan återkallas.

Minoritetskontroll innebär att en ägare kontrollerar ett bolag utan att äga en majoritet av aktierna eller rösterna. Denne har en s k kontrollpost vilken ger majoritet på bolagsstämman. Detta är möjligt i flera börsbolag eftersom dessa har många små aktieägare som sällan närvarar på en bolagsstämma.

Eftersom verkställande direktören ansvarar för den löpande förvaltningen, ABL 8 kap 25 §, och styrelsen för förvaltningen av bolagets angelägenheter, ABL 8 kap 3 §, ligger stor del av kontrollen över bolaget i deras händer, s k ledningskontroll. Den aktieägare som kontrollerar bolagsstämman utser styrelse som i sin tur utser verkställande direktör.

²⁵ Smith L. Kampen på aktsjemarkedet, s 20 f

²⁶ Se nedan vid differentierad rösträtt, kap 6.2.1, sätt där detta sätts ur spel.

3 Försvarsåtgärder

I detta kapitel kommer vissa försvarsåtgärder att presenteras och analyseras både ur juridisk och ekonomisk synvinkel, främst för att ge en ökad förståelse för användandet av shark repellents som analyseras nedan i kap 6. Det finns väldigt många möjliga försvarsåtgärder att tillgå, och detta är ingen uttömmande redogörelse utan en presentation av en del huvuddrag för att få en förståelse för företeelsen och framförallt för att förstå hur effektiva shark repellents kan vara.

3.1 Skäl till försvar

Aktiebolagets grundsyfte är att gå med så hög vinst som möjligt. En analys av försvar mot ett fientligt övertagande av bolaget utgår även ifrån detta syfte. Men precis som i många andra fall i ett bolag kan olika aktörer ha olika motiv och det som gynnar vissa intressenter kan missgynna andra. Ofta vid takeovers och försvar mot dem riskerar minoriteten av aktieägarna att bli missgynnade. Själva budet är ofta högt och köparen vill inte betala mer än nödvändigt samtidigt som majoritetsposten i målbolaget är den viktigaste för att kunna ta över bolaget och därför värd mest i köparens ögon. I de fall majoriteten eller ledningen i bolaget väljer att försvara bolaget emot uppköpet går minoriteten miste om ett lukrativ affär.

Bland de empiriska undersökningar som gjorts av den ekonomiska effekten för aktieägarna i målbolaget vid ett takeover bids är den dominerande slutsatsen att dessa förvärv skapar betydande vinster för dessa ägare.²⁷ Dock finns det situationer då budet inte är ekonomiskt fördelaktigt för aktieägarna i målbolaget. I dessa fall är försvar ekonomiskt rationellt. Andra tänkbara skäl till försvar är att undvika att bolaget hamnar i utländsk ägo. Företagsledningen i målbolaget kan även av rent egoistiska skäl vilja försvara sig, se ovan 1.2.2. Vidare kan en befintlig kontrollaktieägare vilja undvika att bli av med kontrollen av målbolaget och i detta fall riskerar minoriteten att missgynnas av att målbolaget försvarar sig.

Ett företagsförvärv är fientligt då målbolagets styrelse motsätter sig förvärvet. Ofta går styrelsen eller ägarna vidare och aktivt försöker förhindra att bolaget blir uppköpt. Dessa åtgärder kan delas upp i försvar som redan finns när bud läggs och försvar som införs först då budet blir känt. Antalet sätt att försvara sig på är oerhört stort. Och ofta vid en konkret försvarssituation sker en kombination av flera

²⁷ Hopt K.J., European takeovers, s 4

åtgärder. Vilka åtgärder som väljs beror främst på vilka motiv till försvar som finns och hur köparen agerar.

Den ökade förvärvsfrekvensen gör också att antalen försvar av företag ökar. Beslut om försvar kan fattas av ledningen i företaget, styrelsen eller aktieägarna. Generellt gäller dock att ägarfrågor avgörs av aktieägarna. Ledningens och styrelsens handlingsförmåga är ytterligare begränsad då ett bud lagts, eller finns grundad anledning att anta att ett bud är nära förestående. Vid dessa tillfällen får de varken försvåra eller hindra att affären genomförs. Detta är en fråga för aktieägarna att avgöra.²⁸ Dock om beslut kräver största skyndsamhet och hänsynen till bolaget uppenbarligen kräver att åtgärd vidtas får ledningen eller styrelsen fatta beslut om försvarsåtgärd.

3.2 Försvarsåtgärder innan bud lagts

3.2.1 *Poison pills*

Poison pills, eller giftpiller, är en åtgärd som utvecklats och förfinats i USA. Åtgärden innefattar en rad olika varianter. Gemensamt för alla är att målföretaget ger ut konvertibla skuldebrev. Dessa skuldebrev är förenade med rättigheter som utlöses då ett takeover bid läggs. Det målföretaget vill uppnå är att företaget skall bli mindre attraktivt för ett uppköp.

S k flip-in poison pills riktar sig mot målföretaget, och innehavaren av skuldebrevet får teckna aktier i målbolaget till en förmånlig kurs då takeover-budet läggs. Målbolagets avsikt är att dels späda ut köparens röstandel i målbolaget och dels minska värdet av dennes aktieinnehav. Svagheten med denna åtgärd är när skuldebreven konverteras så kan aktierna säljas vidare till köparbolaget alternativt kan ägarna till aktierna rösta med köparen på bolagsstämman. Därför bör endast lojala personer få teckna konvertiblerna. Enligt aktiebolagslagen krävs dock hög majoritet för att välja ut vissa som skall få teckna, s k riktad emission. Primärt gäller vid emission av konvertibla skuldebrev att de befintliga aktieägarna har företrädesrätt till teckning, ABL 5 kap 2 § 1 st. Avvikelse från denna regel kräver att beslut fattas av bolagsstämman med 2/3-dels majoritet av såväl avgivna röster som de företrädda aktierna på stämman, ABL 5 kap 2 § 2 st. Dessutom kräver ABL 9 kap 37 § att stämmobeslut inte får ge otillbörlig fördel åt vissa aktieägare. Det kan därför antas att emissionen måste rikta sig till någon annan än en aktieägare för att vara möjlig att genomföra, eftersom teckningskursen vid poison pills oftast är förmånlig.²⁹

²⁸ NBK/oe II 13

²⁹ Fällman A., Motåtgärder vid företagsförvärv, s 74

Metoder som riktar sig mot köparbolaget kallas för flip-over poison pills. Denna metod är tänkt för situationer då målbolaget fusioneras med det köpande bolaget. I Sverige är det sker emissionen på samma sätt som vid flip-in, eftersom ABL 14 kap 3 § stadgar att innehavarna till de konvertibla skuldebrevens skall erhålla konvertibler med minst motsvarande rättigheter i det nya bolaget. I USA finns inget hänsynstagande till konvertiblerna i lagen, utan det krävs att det i målbolagets bolagsordning införs en bestämmelse om att vid en eventuell fusion skall hänsyn tas till flip-over klausulen i fusionsplanen.³⁰ I Sverige har inte denna åtgärd spelat någon stor roll vid försvaret mot företagsförvärv, främst på grund av att egentliga fusioner är något mycket ovanligt i Sverige.³¹

3.2.2 Ask-i-ask ägande

Ask-i-ask ägande är vanligt förekommande i Sverige. Detta innebär att ett bolag kontrollerar ett annat bolag som i sin tur kontrollerar ett ytterligare. Familjen Wallenbergs starka inflytande i Sverige under hela nittonhundratalet har delvis berott på denna strategi. Genom privat ägande och deras stiftelser är de största ägare i Investor, som i sin tur är största ägare i en rad stora företag.³² Wallenbergarnas kontroll beror dock i större utsträckning på röstdifferentiering, se nedan i kap 6.2.1.

3.3 Försvaret efter bud lagts

3.3.1 Pacman

Termen pacman syftar på ett dataspel där spelaren under långa perioder är jagad, men som under vissa betingelser blir jägaren. Detta försvar går således ut på att anfalla köparen, dvs försöka köpa bolaget. Problemet är att utfallet är svårt att förutspå, samt att det innebär en väldigt stor investering av målföretaget och att målbolaget måste anse att bolaget verkligen är lönsamt att köpa.³³ Beslut om köp av ett bolag kan styrelsen i köparbolaget fatta, men eftersom köpet även medför att aktieägarna går miste om att sälja sina aktier till det fientliga bolaget bör styrelsen hänskjuta denna fråga till bolagsstämman. Om det fientliga bolagets köp sker genom ett offentligt erbjudande kräver även NBK, som ovan nämnts, att försvarsåtgärden beslutas av stämman.

Nyligen användes detta försvar i det svenska näringslivet. I samband med börsnoteringen av fastighetsbolaget Drott lade Närke ett fientligt bud på hela

³⁰ Fällman A., Motåtgärder vid företagsförvärv, s 74

³¹ A a s 69

³² Tidigare kontrollerade Wallenbergarna ytterligare tre börsnoterade investmentbolag: Export-invest, Incentive och Providentia.

³³ Cristensen J.S., Contested takeovers, s 357

Drott. Näckebro var ett betydligt mindre fastighetsbolag än Drott men hade klarat finansieringen av detta köp på så att Drott helt saknade skulder och var helt finansierat med eget kapital. Drotts starka finansiella situation möjliggjorde även ett pacman-försvar och bolaget lade snabbt ett motbud på hela Näckebro, vilket också gick igenom.

Pacman-strategin fungerar även då målbolaget ej vill överta hela fiendens bolag. Detta möjliggörs av ABL 7 kap 1 och 2 §§ som fastslår att ett dotterbolag inte får teckna eller förvärva aktier i moderbolaget.³⁴ Om målbolaget förvärvar mer än 50 procent av rösterna i fienden uppstår en koncern, ABL 1 kap 5 §, vilket omöjliggör för fienden att fortsätta köpa aktier. De aktier fienden redan köpt måste avyttras inom tre år. Pacman-strategin blir således en kamp mellan bolagen om vem som först förvärvar röstmajoritet i det andra bolaget.

3.3.2 Återköp av aktier

Ett svenskt aktiebolag får inte äga aktier i sig själv, ABL 7 kap 1 §. Inom kort kommer dock aktiebolag eventuellt kunna köpa egna aktier.³⁵ Då kommer de kunna köpa aktier upp till 10 % av rösterna. Bolaget får inte sälja de köpta aktierna förrän efter tre månader. Främsta anledningen till lagändringen är för att underlätta för företag att köpa upp företag genom att betala med sina egna aktier.³⁶ Men det skulle också kunna användas vid försvar mot fientliga uppköp. Målbolaget kan genom att köpa aktier höja kursen på sina egna aktier och därmed fördyra för köparen. Men om målbolaget behåller aktierna är ju den fientlige köparen indirekt ägare även till dessa. Därför bör målbolaget sälja dessa så fort som möjligt. Detta görs lämpligast till en lojal part. Eftersom denna försäljning kan ske först efter tre månader blir strategin ett vågspel.

En annan nackdel med detta försvar är att på en eventuell bolagsstämma får inte målbolaget rösta för aktierna de förvärvat, ABL 9 kap 4 §, och de övriga aktierna får därigenom mer inflytande i bolaget. En fientlig köpare som redan kommit över en avsevärd post i målbolaget erhåller därmed enklare kontroll över bolaget.

3.3.3 Golden parachute

Golden parachute är avtal mellan företaget och personer i dess högsta ledning. Avtalet innebär att personerna i ledningen får stora ersättningar om företaget blir uppköpt och ledningen blir utbytt. Detta ska få till följd att den fientlige köparen avstår ifrån köpet då detta blir alltför dyrt. I ett stort börsbolag torde det inte vara

³⁴ Fällman A., Motåtgärder vid företagsförvärv, s 80

³⁵ Ursprungligen skulle dessa regler börjat gälla vid halvårsskiftet 1999, men de har blivit uppskjutna. Eventuellt kommer de att börja gälla 1 mars 2000.

³⁶ Idag krävs nyemission, vilket tar tid eftersom det kräver bolagsstämmobeslut.

möjligt att ge så stora avgångsvederlag så att det påverkar bolaget negativt i någon större utsträckning. Konstruerar bolaget en sådan fallskärm blir denna sannolikt ogiltig enligt likhetsprincipen i ABL 8 kap 13 §.

3.3.4 Korsvist ägande

En ägarstruktur som var väldigt vanlig tidigare i Sverige var det så kallade korsvisa ägandet. Detta innebär att två bolag äger en stor post i varandra, ofta en majoritetspost. Detta ägande får som konsekvens att företagsledningarna i de båda bolagen får stort inflytande.³⁷ Vanligen kan ett korsägande införas relativt snabbt, i normalfallet kan ledningarna i bolagen besluta om detta.³⁸ Under nittioalet har dock flera av de största korsvisa ägandet avvecklats i Sverige.³⁹ Detta beror främst på den renodlingstrend som skett i svenska bolag under nittioalet.

3.3.5 Fullmakt

Kontroll över bolagsstämman erhålls genom röstmajoritet. Denna majoritet kan grundas på antingen ett direkt aktieägande eller genom att ägaren till aktierna utfärdar en fullmakt till någon annan. Både den fientlige köparen och målbolaget kan genom att erhålla fullmakter ta kontroll på stämman. Målbolagets syfte kan antingen vara att hindra köparen att få kontroll av bolaget, eller att införa någon typ av försvar som kräver beslut av bolagsstämman. Enligt ABL 9 kap 3 § gäller en fullmakt i högst ett år, och den kan även återkallas när som helst. Detta gör att denna försvarsåtgärd inte är speciellt kraftfull, och används inte heller speciellt mycket i Sverige.⁴⁰ Fullmakter får inte samlas in på bolagets bekostnad, ABL 9 kap 3 §, utan kostnaden måste bäras av t ex en aktieägare.

3.3.6 Crown jewel

Crown jewel-taktiken innebär att målbolaget gör sig av med sina viktigaste tillgångar, eller snarare de tillgångar den fientlige köparen är ute efter. Ofta eftersträvar målbolaget en överenskommelse där det ges möjlighet att köpa tillbaka tillgången då den fientlige köparen dragit sig undan.⁴¹ Enligt ABL 8 kap 3 § kan styrelsen besluta om en sådan försäljning. Är dock försäljningen extraordinär eller gör att verksamhetsföremålet inte kan uppfyllas skall styrelsen hänskjuta frågan till bolagsstämman.⁴²

³⁷ Afrell L. m fl, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, s 249

³⁸ Jonsson T., Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv, s 903

³⁹ Exempelvis avvecklades korsägandet mellan Volvo och Skanska 1994.

⁴⁰ Afrell L. m fl, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, s 249

⁴¹ Ferrara R. m fl, Takeovers – attack and survival, s 471

⁴² Fällman A., Motåtgärder vid företagsförvärv, s 78

Ett målbolag av konglomeratskaraktär är särskilt utsatt för uppköp där köparen vill stycka bolaget och sälja ut delarna. Ovan gjorda redogörelse av konglomerat, 1.2.2, visar på att värderingen av konglomeratets alla delverksamheter inte värderas till vad delarna är värda var för sig. En köpare av målbolaget räknar därför vid en styckning att tjäna mellanskillnaden. För ett sådant målbolag är crown jewel-taktiken synnerligt effektiv.

3.3.7 Emission av aktier

Genom nyemission kan en fientlig köpares aktieinnehav i moderbolaget spädas ut. Detta är samma effekt som erhålles genom poison pills. För att inte den fientlige köparen skall få förvärva aktier krävs en riktad emission. Ett sådant beslut kräver två tredjedelars majoritet på bolagsstämman avseende såväl röster som företrädda aktier, ABL 4 kap 2 §. Den person som emissionen riktas emot bör vara en pålitlig person. Denna strategi är ibland ett led i uppbyggandet av ett korsvist ägande.⁴³

⁴³ Afrell L. m fl, lärobok i kapitalmarkandsrätt, s 250

4 Bolagsstämman

Bolagsstämman är det högsta bolagsorgan inom aktiebolaget.⁴⁴ Den har kompetens att i princip besluta om allt som angår bolaget.⁴⁵ Bolagsstämman får dock inte fatta beslut som innebär en brottslig handling. Främst beslutar den om sådant som rör bolaget internt, och bolagsstämman saknar möjlighet att företräda bolaget gentemot tredje man. Bolagsstämman är vid ändring av bolagsordningen ensambeslutande.

På bolagsstämman utövar aktieägarna sin rätt att fatta beslut angående bolaget. Varje sammankomst av aktieägare räknas inte som en bolagsstämma. En bolagsstämma måste vara utlyst i behörig ordning. Har den inte blivit det kan ändå bolagsstämma föreligga om samtliga aktieägare är närvarande och är eniga att hålla stämma.⁴⁶ Detta är dock ingen realistisk situation i ett börsbolag.

Vanligen fattar stämman beslut med absolut majoritet, t ex 9 kap 28 § ABL, dvs mer än hälften av de avgivna rösterna. Att rösterna skall vara avgivna betyder att närvarande aktieägare som inte röstat inte räknas med. Vid val är den som fått de flesta rösterna vald, 9 kap 29 § ABL, s k relativ majoritet. Med kvalificerad majoritet avses de fall då det krävs mer än absolut majoritet. Vid viktiga beslut som påverkar bolaget mycket, eller där risken är särskilt stor att majoriteten missbrukar sin makt har minoriteten givits ett särskilt skydd. Vid dessa måste majoriteten uppnå kvalificerad majoritet. Hur högt kraven ställs på majoriteten varierar i lagen. Vid t ex beslut om nyemission, nedsättning av aktiekapitalet, beslut om fusion, krävs att det biträts av två tredjedelar av såväl de avgivna rösterna såväl som de vid stämman företrädda aktierna. Vid ändring av bolagsordning krävs i normalfallet samma kvalificerade majoritet som ovan nämnts. För beslut som innebär att redan utgivna aktiers rätt i bolaget förändras krävs att det biträts av samtliga närvarande aktier vid stämman samt att dessa representerar nio tiondelar av samtliga aktier. I fall bolagsordningen skall ändras i avseende att antalet aktier en aktieägare ska få rösta för vid bolagsstämma skall begränsas krävs två tredjedelar av de avgivna rösterna samt nio tiondelar av de vid bolagsstämman företrädda aktierna.

Ett stämmobeslut som går emot bolagsordningen är ogiltigt. Ett beslut som däremot är i enlighet med en ogiltig bolagsordningsbestämmelse, men som inte blivit klandrad, är giltigt.

⁴⁴ SOU 71:15, s 219

⁴⁵ Undantag gäller dock för nedsättning av kapital för återbetalning till aktieägarna eller överföring till bolagets fria egna kapital, 6 kap 2 § 2 st ABL, att utse VD, 8 kap 23 § ABL, och högsta tillåtna utdelning, 12 kap 3 § ABL. Dessa beslut fattas av styrelsen.

⁴⁶ Kedner G. m fl, Aktiebolagslagen del I, s 272f

En majoritetsägare erhåller kontroll av aktiebolaget, dels genom att han kan fatta beslut direkt på stämman, dels genom att han tillsätter en lojal styrelse som i sin tur tillsätter en lojal VD och därigenom även kontrollerar det löpande arbetet i bolaget. Eftersom de flesta svenska börsbolag har en majoritetsägare blir besluten på stämman endast en formellt beslut, eftersom det egentliga beslutet redan är fattat hos majoritetsägaren.

4.1 Extra bolagsstämma

På en ordinarie bolagsstämma skall vissa obligatoriska ärenden behandlas, ABL 9 kap 7 §.⁴⁷ Övriga bolagsstämmor som hålls är extra bolagsstämmor. Aktieägare till minst en tiondel av aktierna kan skriftligen begära att extra stämma skall hållas. En extra bolagsstämma kan fatta samma beslut som en ordinarie. Dock kan vinstutdelning endast beslutas av ordinarie stämma.⁴⁸

⁴⁷ Bl a skall resultat- och balansräkning fastställas

⁴⁸ Johansson S., Bolagsstämma, s 520 f

5 Bolagsordningen

Vid bildandet av ett aktiebolag skall förslag till bolagsordning upprättas och förslaget skall ingå i stiftelseurkunden, ABL 2 kap 1-3 §§. På den konstituerande stämman kommer detta förslag att bli bolagets gällande bolagsordning om inte något ändringsförslag väcks.

För att ändra bolagsordningen efter bolaget bildats krävs beslut på bolagsstämman. Enligt huvudregeln krävs för ändring att beslutet fattas av två tredjedelars majoritet av såväl de avgivna rösterna som de vid bolagsstämman företrädde aktierna, ABL 9 kap 30 §. I vissa fall kräver lagen större majoritet. Vid ändring av bolagsordningen avseende aktieägarnas rätt till bolagets vinst, införande av hembud, eller att rättsförhållandet mellan aktierna ändras krävs att beslutet biträtts av samtliga närvarande vid bolagsstämman och att dessa tillsammans företräder minst nio tiondelar av samtliga aktier i bolaget, ABL 9 kap 31 §. Vid ändring av bolagsordningen avseende att röstbegränsningar⁴⁹ för aktieägarna krävs att beslutet biträtts av två tredjedelar av de avgivna rösterna och nio tiondelar av de vid bolagsstämman företrädde aktierna, ABL 9 kap 32 §.

En bolagsordning är ett aktiebolags stadgar. Den innehåller bestämmelser om bolagets verksamhet och organisation. Innehållet kan delas upp i två kategorier, obligatoriska och fakultativa.

5.1 Obligatoriska

I ABL 2 kap 4 § anges de bestämmelser som en bolagsordning måste innehålla, de obligatoriska bestämmelserna, och ofta innehåller bolagsordningar endast detta. Dessa bestämmelser rör i huvudsak rent formella frågor. Aktiebolagslagens uppräknade av de obligatoriska bestämmelserna är uttömmande.

Lagstiftaren har givit bolaget ett visst utrymme att besluta om utformningen för flera av dessa bestämmelser. Hur bolagen väljer att utforma sin bolagsordning kan få inverkan på bolagets möjlighet att försvara sig mot fientliga angrepp. Att företaget har sitt aktiekapital bestämt till minimi-/maximibelopp är viktigt eftersom det påverkar hur snabbt bolaget skall kunna göra nyemission. Är aktiekapitalet bestämt till ett absolut belopp måste bolagsstämman först ändra bolagsordningen. Dels tar

⁴⁹ D v s bolagsordningen begränsar det antal aktier aktieägare får rösta för vid bolagsstämman.

detta tid, dels kanske inte erforderlig majoritet uppnås på bolagsstämman för ändringen.⁵⁰

5.2 Fakultativa

Utöver de obligatoriska uppgifterna kan andra bestämmelser införas i en bolagsordning. Dessa sk fakultativa bestämmelser är möjliga att införa i bolagsordningen om de ej strider mot aktiebolagslagen, annan lag eller författning eller grunderna för aktiebolagslagen.⁵¹ Fakultativa bestämmelser bör införas endast då särskilda skäl föreligger.⁵² Men bolagsstämman bör ha en långtgående rätt att besluta om bolagsordningens innehåll. När innehållet registreras hos PRV görs en undersökning om detta är lagenlig, ABL 18 kap 4 §. Är det ej det kommer registrering att vägras. Flera av aktiebolagslagens bestämmelser är dispositiva och kan åsidosättas genom regleringar i bolagsordningen. Exempelvis kan enligt 3 kap 1 § ABL undantag göras från aktiers lika rätt i bolaget. Olika aktieslag kan införas, vanligen med röstvärdesskillnader. Andra skillnader mellan aktieslagen kan vara rätten till bolagets tillgångar och vinst. Ingen aktie får dock berövas rätten att delta på bolagsstämman, utöva rösträtt, utfärda fullmakt till bolagsstämma, eller rätten att klandra stämmobeslut.⁵³

⁵⁰ 2/3-majoritet krävs, ABL 9 kap 30 §.

⁵¹ Birke G., Bolagsordning i aktiebolag, s 45

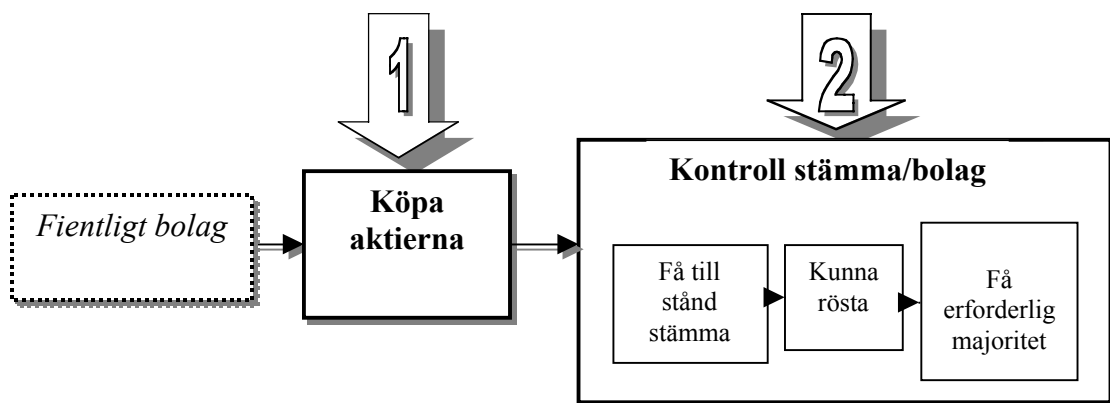
⁵² A a s 22

⁵³ SOU 1971:15, s 155

6 Shark repellents

En form av försvarsåtgärder som införs innan ett bud läggs är de som skrivs in i målbolagets bolagsordning, så kallade "shark repellents". Termen syftar på så kallade företagshajar som köper upp bolag. Åtgärden skall hålla dessa hajar borta så att de aldrig går till angrepp. Liksom de ovan nämnda försvarsåtgärderna har shark repellents till stor del utarbetats i USA. Det amerikanska rättsläget skiljer sig på en viktig punkt från den svenska. I USA finns både the charter och by-laws, dessa motsvarar den svenska bolagsordningen. The charter, kallas också för the certificate of incorporation, ingår uppgifter om bolagets namn, verksamhetsföremål, säte mm. By-laws ingår regler om bolagsstämman, ledningens plikter, antalet utgivna aktier.⁵⁴ Ändring av the charter kräver beslut av aktieägarna, medan by-laws kan ändras av ledningen på egen hand. Detta medför att i USA kan således shark repellents införas mycket fortare än i Sverige. I Sverige kräver således dessa försvarsåtgärder långsiktig planering.

Ett shark repellent försvar omöjliggör oftast inte helt ett köp av målbolaget men gör det betydligt svårare. Klausulerna kan införas i bolagsordningen då bolaget bildas, eller senare då behovet finns. Mest realistiskt är att klausulerna finns med från början, främst på grund att majoritetskraven för att införa klausulerna är så stränga. Att införa dem då en fientlig köpare redan dykt upp är i det närmaste omöjligt. Dels har köparen antagligen redan köpt en post och kan hindra att beslutet fattas, dels tar det så lång tid att kalla till bolagsstämma att köparen har möjlighet att få majoriteten av aktierna i bolaget.



Figur 1 Modell över Shark repellent-försvar

Ett shark repellentsförsvar kan antingen inrikta sig på att försvåra för köparbolaget att förvärva aktier – 1, eller för att denne få kontroll på stämman – 2.

⁵⁴ Cristensen, Contested takeovers, s 308

6.1 Försvåra förvärv av aktier

6.1.1 Hembud

Huvudregeln är att en aktie skall fritt kunna överlåtas och förvärfvas. Som ovan nämnts finns dock möjligheten att i bolagsordningen begränsa denna möjlighet. I ABL 3 kap 3 § ges möjlighet för att påverka till vem aktier säljs. Lagtexten benämner detta förbehåll som lösningsförbehåll, medan i doktrinen används även termen hembud.

Majoritetskravet som stämman måste uppfylla för att kunna införa ett lösningsförbehåll är att samtliga på stämman stödjer förslaget samt att dessa företräder minst 9/10 av samtliga aktier i bolaget, ABL 9 kap 31 §. Denna majoritetsnivå kan inte sänkas.

Ett lösningsförbehåll måste ange vilka som är lösningsberättigade, och den ordning, i vilken lösningsrätten tillkommer de lösningsberättigade inbördes. Utöver detta är det möjligt att även införa andra bestämmelser angående lösningsförbehållet, med den begränsning som gäller för alla fakultativa bolagsordningsbestämmelser. Vanligt är att bestämmelser om lösenpriset storlek tas med, eftersom detta annars är ett vanligt tvisteämne.

6.1.1.1 Faktorer som utlöser hembud

Typen av fång:

Alla transaktioner som innebär att aktie övergår till ny ägare omfattas som huvudregel av ett lösningsförbehåll. Ofta undantas dock familjerättsliga fång, såsom bodelning, arv och testamente.

Vilka värdepapper:

Ett lösningsförbehåll kan avse alla aktierna i ett bolag, visst aktieslag eller vissa bestämda aktier. Dock torde inte ett förbehåll kunna avse endast aktier en viss person innehar, och som gäller endast så länge denne innehar dem.⁵⁵

Det anses följa av lagen att lösningsrätt också ges vid försäljning av del- och teckningsrätter, däremot inte vid konvertering av konvertibelt skuldebrev och vid skuldebrev förenade med optionsrätt.⁵⁶ Lösningsförbehållet i bolagsordningen kan dock utformas så att dessa värdepapper omfattas.

⁵⁵ Nial H. m fl, Svensk associationsrätt, s 99

⁵⁶ Rodhe K., Aktiebolagsrätt, s 159

Vem köparen är:

Huvudregeln enligt lagen är att varje överlåtelse omfattas av hembud, följaktligen omfattas varje köpare av skyldigheten att hembjuda den köpta aktien. I bolagsordningen kan dock köparkategorier undantas, detta kan göras så långt så att alla är undantagna från hembudet, utan en viss namngiven person.⁵⁷ Ofta undantas alla bolagets aktieägare eller aktieägarna till ett visst aktieslag. Det faktum att en namngiven person kan utpekats gör hembudet till ett starkt försvar. Ännu mer ändamålsenligt torde vara att låta hembud inträda för en person som uppnått viss ägarandel i bolaget, exempelvis 20 %. Denna procentgräns måste givetvis ta hänsyn till när faktisk kontroll erhålls i bolaget. Om faktisk kontroll erhålls redan vid 18 % är försvaret rätt svagt.

6.1.1.2 Vilka är lösningsberättigade

De lösningsberättigade behöver inte vara aktieägare, eller kan vara aktieägare av ett visst aktieslag som har rätt att lösa aktier i detta aktieslag. Dock anses det vara tveksamt om en bestämmelse som ger styrelsen rätt att utse lösningsberättigad kan godtas, i vart fall då inte vilka som är lösningsberättigade klart anges.⁵⁸ När bolaget själv i framtiden får förvärva egna aktier kan bolaget vara den som är lösningsberättigad.

6.1.1.3 Hur går lösen till

Vid förvärv som omfattas av lösningsförbehållet är förvärvaren skyldig att anmäla förvärvet till bolagets styrelse och hembjuda aktien. Detta gör att de lösningsberättigade vet vem förvärvaren är och därmed huruvida de behöver köpa aktierna eller vidta någon annan försvarsåtgärd. Den tidsfrist som rätten att lösa aktierna gäller under kan högst vara två månader från att styrelsen fick anmälan om hembudet. Den lösningsberättigade kan när som helst under inlösningsförfarandet avbryta inlösen. Förvärvaren har inte samma möjlighet att avstå från sitt köp. Om förvärvaren ej hembjuder aktierna kan talan föras om att ålägga förvärvaren att hembjuda aktierna. Talan kan föras av bolaget eller någon lösningsberättigad.

De lösningsberättigades inbördes rätt till aktierna måste framgå av bolagsordningen. Vanliga fördelningsgrunder är lottning, proportionell tilldelning till deras tidigare innehav eller jämn fördelning. Det pris som de lösningsberättigade skall betala är aktiernas verkliga värde. Detta är då aktierna inte är marknadsnoterade svårt att avgöra, därför sätts ofta lösenbeloppet till den köpesumma som förvärvaren skulle ha erlagt. De lösningsberättigade kan som huvudregel inte välja att bara lösa en viss del av de hembjudna aktierna utan måste lösa allihopa, dock kan i bolagsordningen

⁵⁷ Sandström J., Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie, s 142

⁵⁸ A a s 144

föreskriva annat. I en försvarssituation räcker det att förvärva så många aktier så att inte köparen får kontroll över bolagsstämman.

Innan lösningsrätten begagnats kan den som förvärvat aktien inte rösta för aktien på bolagsstämman, ABL 3 kap 3 § 5 st. Inte heller säljaren eller de lösningsberättigade kan rösta för aktien. Som ovan nämnts har de lösningsberättigade som högst två månader på sig att lösa aktierna, under hela denna tid blir därför aktien passiviserad. Om tvist uppstår angående hembudet blir aktien passiviserad under hela tvisten, som kan pågå i flera år. Aktiebolagskommittén anser att denna passiveringseffekt inte är önskvärd och föreslår att det av förbehållet skall framgå vem som skall kunna utöva rösträtten under tiden, men ännu finns inget krav på detta.⁵⁹ För målbolaget i en försvarssituation är det givetvis positivt att aktierna blir passiviserade. Men det kan också inträffa att målbolaget har vid ett fientligt bud redan en stor del av aktierna passiviserade. Och om en fientlig köpare då kommer över andra aktier i målbolaget erhåller denne lättare kontroll över bolagsstämman. Därför bör målbolaget ange i bolagsordningen vem som får rösta för aktierna under tiden.

6.1.1.4 Börsrättsliga krav

Kravet på en aktie som är registrerad vid Stockholms fondbörs är att den skall vara fritt överlåtbar.⁶⁰ Detta krav gör att ett bolag inte kan ha inregistrerade aktier belagda med hembud. Men eftersom ett bolag med flera aktieslag kan ju det föreskriva att endast ett visst aktieslag vara belagt med hembud och inte inregistrera detta aktieslag. Detta är ett upplägg som Skanska har gjort.⁶¹ Deras röststarka A-aktier⁶² är onoterade och har hembud. På Skanskas bolagsstämma 1999 infördes dock en försvagning av detta försvar i bolagsordningen. A-aktieägare kan numera begära att deras A-aktier skall omvandlas till B-aktier, s k konvertibla aktier. De aktier som omvandlas kan säljas utan att behövas hembjudas.⁶³

6.1.1.5 Avslutande analys

Aktie belagda med hembud anses få en lägre värdering än de utan, och för en befintlig aktieägare är detta således något negativt. När denne säljer sina aktier har han heller ingen möjlighet att helt välja vem som slutligen erhöll aktierna.

Ett lösningsförbehåll införs för att de lösningsberättigade skall kunna kontrollera vilka som skall bli aktieägare. På så sätt kan oönskade aktieägare undvikas och

⁵⁹ SOU 1997:22, s 209

⁶⁰ Se t e x FFFS 1994:43 1 § a.

⁶¹ Jonsson T., Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv, s 898

⁶² Tio röster per aktie jämfört med B-aktiens 1 röst per aktie.

⁶³ Custos kringick hembud i ASG på detta sätt, och sålde sina aktier i ASG till tyska Danzas. Fallet skiljer sig ifrån Skanskas såtillvida att svenska Posten hade rätt att köpa A-aktierna enligt ett hembud baserat på avtal och inte på en bolagsordningsklausul.

kontroll kan även ske av redan befintliga aktieägare så att ej maktbalansen ändras i företaget. Sättet de lösningsberättigade förhindrar ett fientligt företagsförvärv på är att själva köpa aktierna. Detta kan i ett stort börsbolag kräva väldigt stora summor, och har de lösningsberättigade inte råd kan de heller inte förhindra en oönskad att få köpa aktierna. Utöver denna kontroll ger lösningsförbehållet den effekten att de aktier som omfattas kan under en tid bli passiviserade, något som givetvis övriga aktieägare kan utnyttja. Dock kan effekten bli att stämman inte är beslutsför i de fall där majoritetskravet är en viss andel av samtliga aktier i bolaget. Något som man måste ha i åtanke vid införande av olika röstningskrav i bolagsordningen.

6.1.2 Förköps- och samtyckesklausuler

En förköpsklausul skiljer sig från hembudet på den punkten att aktien skall hembjuda aktien innan överlåtelse sker. Det är helt klart att förköpsklausuler är förbjudet enligt aktiebolagslagen.⁶⁴ Däremot resonerar aktiebolagskommittén om inte det vore lämpligt att tillåta förköpsklausuler.⁶⁵ Detta föreslogs gälla både för privata och publika aktiebolag. Fördelen med förköpsklausul är att inte aktiens röst blir passiviserad och att köparen inte svävar i osäkerhet om köpet skall gå igenom.

En samtyckesklausul är en bestämmelse om att det krävs bolagets medgivande innan aktieöverlåtelse får ske. Aktiebolagsutredningen föreslog att sådana bestämmelser skulle tillåtas, men flera instanser framförde kritik.⁶⁶ Framförallt är det risken för maktmissbruk som framhålls i kritiken. Aktiebolagskommittén föreslog på nytt 1997 att privata aktiebolag skulle få ta in ett samtyckesförbehåll i bolagsordningen. Samtyckesklausuler skulle innebära ett mycket starkt försvar.

6.1.3 Budplikt

NBK har, som ovan nämnts, i sin rekommendation om offentliga erbjudanden ett krav på den som genom förvärv uppnår mer än 40 procent av totala antalet röster i bolaget skall lämna ett offentligt erbjudande på samtliga övriga aktier. Budplikt hindrar egentligen inte en förvärvare som vill köpa hela målbolaget, utan bara sättet denne går tillväga på. Däremot ger den ett skydd emot en köpare som endast vill förvärva en kontrollpost i målbolaget. Nivån då budplikt inträder bör därför överensstämma med nivån då en ägare får kontroll över bolaget.

Innan NBK införde denna regel 1999 fanns inget krav på budplikt. Därför ansåg en del börsbolag att behovet fanns att införa budplikt i sin bolagsordning. Dels för att skydda minoriteten men också för att skydda bolaget mot fientligt uppköp.⁶⁷ Sandvik

⁶⁴ Kedner G., Aktiebolagslagen del I, s 83f

⁶⁵ SOU 1997:22 s 210 f

⁶⁶ A a s 212

⁶⁷ AMN 1992:6

som var det första bolaget på börsen att införa budplikt i bolagsordningen. Bestämmelsen i bolagsordningen stadgar att:⁶⁸

- Budplikt inträder när röstetalet för samtliga aktier uppnått eller överstiger något av gränsvärdena $33 \frac{1}{3}$ eller 50 % av det totala röstetalet.
- Förvärvspriset blir det högsta av snittkursen på börsen de senaste fem dagarna eller genomsnittspriset på de aktier förvärvaren köpt i bolaget

Bolagen Skanska och Perstorp har infört i stort sett likadana bestämmelser i sina bolagsordningar.

Ett av syftena med budplikt är således att skydda minoriteten då företaget får en storägare. Tanken är att denne har möjlighet att påverka och ändra bolaget så mycket att minoriteten skall få möjlighet att lämna bolaget. Samt att minoriteten har rätt att få del i den kontrollpremie förvärvaren är beredd att betala för att få kontroll över målbolaget. Urwitz anser att detta är skenargument. Anledningen är istället att företagsledningen vill skydda bolaget och sig själva ifrån fientliga övertaganden.⁶⁹

Enligt ABL 3 kap 2 § skall aktien vara fritt överlåtbar. Vilken aktieägare som helst skall få sälja sina aktier till vem som helst. Eventuella undantag från denna regel måste framgå av lag och det enda undantaget är hembudet. Aktiebolagskommitténs ordförande, Bo Svensson, anser därför att det är tveksamt om budplikt är förenligt med ABL 3 kap 2 §.⁷⁰ Den som förvärvar aktier så att nivån till budplikt passerar kan inte sägas ha förvärvat dessa aktier fritt, utan de tillkommer då förpliktelse att förvärva ytterligare aktier.

Aktiemarknadsnämnden, AMN, gjorde ett uttalande huruvida Sandviks budplikt var förenlig med god aktiemarknadssed.⁷¹ Nämnden uttalade sig inte om huruvida bestämmelsen är förenlig med aktiebolagslagen. Nämnden ansåg att budplikten är förenlig med god sed på aktiemarknaden. Trots att de anser budplikten har negativa konsekvenser för både bolaget och dess aktieägare. Det verkar som om AMN främst uttalat sig för att få till stånd en debatt, och därefter göra ett principiellt uttalande. Något sådant uttalande har inte kommit. Utgångspunkten måste därför vara att uppfattningen hos AMN fortfarande är att det är förenligt med god sed på

⁶⁸ A a

⁶⁹ Urwitz, DI 24/6 1993, s 3

⁷⁰ Svensson B., Aktiebolagslagen, s 41f

⁷¹ AMN 1992:6

aktiemarknaden. Detta antagande stöds ytterligare av att NBK infört budplikt i sin rekommendation.

6.1.4 Tvångsinlösen

Tvångsinlösen är något som påminner om budplikt i vissa aspekter. Tvångsinlösen innebär att en aktieägare som äger mer än nio tiondelar av aktierna med mer än nio tiondelar i ett bolag har rätt att lösa in återstående aktier från övriga aktieägare, ABL 14 kap 31 §. Detta motsvaras av en skyldighet att då någon av dessa aktieägare begär det måste denne lösa in aktierna.

Ett märkligt förhållande är att tvångsinlösen inte omfattar utländska rättssubjekt.⁷² Dessa kan inte påkalla inlösen, och inte heller kvarstående aktieägare. Detta är dock i uppenbar strid mot Romfördragets artikel 6.⁷³ I en situation då ett utländskt subjekt inte vill köpa mer än 90 % gynnas detta jämfört med ett svenskt bolag. Vill däremot det utländska bolaget förvärva hela målbolaget missgynnas det. I bägge fallen riskerar kvarvarande minoritet att missgynnas.⁷⁴ Av denna anledning bör införas i bolagsordningen att utländska rättssubjekt omfattas av tvångsinlösen.

Gränsen vid nio tiondelar motiveras av att många minoritetsrättigheter försvinner vid tio procent. Men möjlighet finns att sänka denna gräns,⁷⁵ och då blir tvångsinlösen väldigt likt budplikten. Skillnaden är vid tvångsinlösen när en aktieägare ej väljer att sälja vid ett offentligt erbjudande har denne kvar möjligheten att tvångsinlösa aktierna. Vid budplikt går ej detta. Är syftet med försvaret att hindra att uppköp sker är det inte lämpligt att sänka nivån eftersom köparen kan inlösa alla aktier när denne nått över nivån. Är däremot köparens syfte att endast köpa en kontrollpost kan det bli betungande att tvingas köpa ytterligare aktier. Det är därför lämpligare att föreskriva en lägre nivå vid tvångsinlösen endast vid speciell händelse, t ex vid ett partiellt offentligt erbjudande.⁷⁶ Det är oklart i vilken utsträckning inlösen kan göras beroende av viss händelse. Det bör vara en konkret och fastställbar händelse.

Ett bolag kan även införa speciella värderingsregler, likt Sandvik vid sin budplikt, som anger ett värde som aktierna måste inlösas till.⁷⁷ Om detta pris bestäms så att det alltid överstiger det pris som en köpare erbjuder vid ett offentligt erbjudande kommer få att sälja vid ett sådant erbjudande om de tror att köparen kommer upp till

⁷² Pettersson, Balans, nr 4 1995, s 31-33

⁷³ Nial H. m fl, Svensk associationsrätt, s 318

⁷⁴ Exempelvis riskerar ett bolag med en ägare som äger runt 90 % att avregistreras från börsen. Detta beror på att spridningskravet i börsens listningskrav inte uppfylls.

⁷⁵ Fällman, Motåtgärder vid företagsförvärv, s 69

⁷⁶ Fällman, motåtgärder vid företagsförvärv, s 69f

⁷⁷ Jonsson T., Försvarsmetoder mot fientligs företagsförvärv, s 899

gränsen för tvångsinlösen. Om majoriteten av aktieägarna resonerar så kommer inte köparen erhålla kontroll av målbolaget.

6.1.5 Ett slags utlänningsförbehåll

Tidigare fanns det så kallat utlänningsförbehåll. Detta möjliggjorde för företag att införa i sin bolagsordning en bestämmelse om att endast svenska medborgare och företag fick förvärva aktier. När kapitalmarknaden avreglerades avskaffades denna möjlighet för företag att försvara sig emot utländska företagsköpare.

För vissa företag finns dock en liknande försvarsmöjlighet kvar. Enligt Lag (1992:1300) om krigsmateriel kan det tillstånd regeringen utfärdar för tillverkning av krigsmateriel förenas med villkor att endast viss andel av aktierna får ägas av utländska rättssubjekt, 13 §. Regeringen kan även ställa villkor för tillståndet om att styrelsen skall bestå av svenska medborgare bosatta i Sverige. Ett sådant bolag är SAAB Aero, noterat på fondbörsens O-lista. Sådana bolag behöver inte införa någon bestämmelse i bolagsordningen men får ett försvar som liknar utlänningsförbehåll.

6.2 Försvara kontroll av bolaget

Även om ett köparbolag förvärvat aktier i målbolaget kan detta försvara sig och göra så att köparbolaget aldrig får någon kontroll av målbolaget, eller så att kontrollen fördröjs.

6.2.1 Generella röstbegränsningar

6.2.1.1 Differentierad rösträtt

Ett av de vanligaste sätten för ett börsbolag att undvika att bli uppköpta är att ge ut aktier med olika röster. Differentierad rösträtt kritiserar av vissa för att det ger ägarna till de röststarka aktierna ett stort inflytande över bolagen utan motsvarande ekonomiska risk. Dock ger det möjlighet för bolag att skaffa riskkapital utan att maktförhållandena förskjuts.

Inom ett aktieslag får inte några skillnader förekomma utan bolaget måste ge ut flera aktieslag. Aktier i dessa klasser benämns ofta A- och B-aktier o s v. Enligt ABL 3 kap 1 § får ett aktieslag högst ha ett röstvärde som överstiger tio gånger det röstvärde ett annat aktieslag har. Detta medför i ett bolag med A-aktier med tio röster per aktie och B-aktier med en röst per aktie, att även om A-aktierna endast representerar tio procent av kapitalet kommer en aktieägare som äger samtliga A-aktier ha majoriteten av rösterna och därmed kontrollera bolaget. Dock är det så, som ovan nämnts, att en minoritet kan blockera vissa beslut i bolaget. Så även om en

fientlig köpare inte får kontrollen över målbolaget kan denne blockera och därmed lamslå bolaget i viss mån.

Innan 1944 års aktiebolagslag var det möjligt att ha större röstskillnader mellan aktieslagen. I bolag där sådana skillnader fanns tillåts dessa skillnader fortfarande. Och det är även möjligt att emittera nya aktier med samma röstskillnader.⁷⁸ Som ovan nämndes beror Wallenbergsfärens makt till stor del på röstdifferentiering och flera av ”deras” bolag har en röst skillnad på 1:1000. Detta ger en oerhörd stark kontroll över bolagen utan att behöva satsa speciellt mycket kapital. Detta är en ordning som kritiserats mycket av andra investerare, framförallt utländska, och i Wallenbergdominerade Elektrolux valde bolagsstämman att ”stämpla om” B-aktierna från en tusendels röst till en tiondel. Detta främst för att öka intresset för B-aktierna.⁷⁹ I dag är det således inte möjligt att starta ett bolag med sådan kraftigt differentierad rösträtt, men det är möjligt att genomföra en sammanslagning med ett företag som har denna differentiering och på så sätt möjliggöra ett starkt försvar för det nybildade företaget.

Det anses vara möjligt att införa differentierad rösträtt endast vid vissa frågor eller under vissa förutsättningar, exempelvis vid ett offentligt erbjudande.⁸⁰ Vid dessa tillfällen ska visst aktieslag få högre eller lägre röstvärde. Enligt Fällman är det dock osäkert hur långtgående dessa villkorsförändringar får vara och vilka förutsättningar får vara.⁸¹ Bestämmelsen liknar konvertibla aktier, se nedan kap 6.2.1.3. Skillnaden är att vid konvertibla aktier ändras aktiens röstvärde permanent, medan för dessa aktier återgår rösträtten till det ursprungliga då förutsättningarna inte längre föreligger.

Ytterligare ett sätt att differentiera rösträtten är att ökad rösträtten vid viss storlek på aktieinnehav, s k graderad rösträtt.⁸² En graderad rösträtt sker inte i strid med att skillnaden mellan aktier inte får vara större än tio. Exempelvis kan ett innehav på fem aktier ge en röst utöver de enskilda aktiernas röst. Dock kan den inte utformas så att den som har fyra aktier helt saknar röst, eftersom alla aktier måste ha rösträtt. Beroende på hur många aktieägare som har poster som ger extra röster varierar de totala rösterna i bolaget.

⁷⁸ Lag (1975:1385) om införande av aktiebolagslagen

⁷⁹ AMN 1998:2

⁸⁰ SOU 1986:23 s 45

⁸¹ Fällman, Motåtgärder vid företagsförvärv i Sverige, s 72

⁸² SOU 1986:23 s 44

6.2.1.2 Inskränkt rösträtt

I ett bolag gäller som huvudregel att varje aktieägare får rösta för det fulla antal röster som han äger eller företräder, ABL 9 kap 5 §. I bolagsordningen kan dock inskränkningar införas. Exempelvis kan stadgas att ingen får rösta med mer än en visst procent av rösterna på stämman, exempelvis fem procent. Det är däremot inte möjligt att endast peka ut en enskild aktieägare vars röststyrka skall begränsas. Enligt ABL 9 kap 32 § krävs två tredjedelar av rösterna och nio tiondelar av de företrädda aktierna på stämman för att införa en sådan klausul.

I extremfallet kan stadgas att ingen aktieägare får rösta med mer än en röst. Då skulle två aktieägare som äger var sin aktie i bolaget vara i majoritet över en tredje aktieägare som äger samtliga övriga aktier. Bland börsbolag som har inskränkt rösträtt inskrivet i sina bolagsordningar är begränsningen vanligtvis mellan tio till tjugo procent av rösterna på stämman.

6.2.1.3 Konvertibla aktier

En konvertibel aktie är en aktie som tillhör ett aktieslag men som kan omvandlas till ett annat aktieslag. I bolagsordningen skall anges hur och under vilka förutsättningar aktien skall konverteras, enligt ABL 3 kap 1 §. Exempelvis kan bestämmas att konvertering skall ske endast vid ett offentligt erbjudande och att ett aktieslag då förvandlas till ett annat med lägre röstvärde. Konverteringen kan ske automatiskt eller på begäran av aktieägaren. Aktiemarknadsnämnden, AMN, har i sitt uttalande 1998:1 uttalat att konvertibla aktier kan vara förenligt med god aktiemarknadssed. I det fallet AMN bedömde var det frivilligt för ägarna i aktieslaget om de ville konvertera, och detta faktum var något som nämnden lade stor vikt vid.

En annan variant är att föreskriva i bolagsordningen att vid köpet av aktien skall röstvärdet vara lågt för att stegras efter hand. Detta gynnar således långsiktiga ägare och försvårar och fördröjer ett fientligt övertagande, särskilt en s k midnight raid. Det är oklart hur långt dessa klausuler får gå.⁸³

6.2.2 *Specifika röstbestämmelser*

I bolagsordningen kan föreskrivas röstbestämmelser vid specifika händelser och som försvårar ett fientligt övertagande. En fusion skall enligt lag godkännas av bolagsstämman med minst två tredjedelar av såväl avgivna röster som de vid stämman företrädda aktierna, ABL 14 kap 11 §. Detta majoritetskrav kan i bolagsordningen skärpas och därmed försvåras fusioner. Som ovan nämnts är det dock inte speciellt vanligt att fusioner görs i Sverige.

⁸³ Kedner G., Aktiebolagslagen del I, s 82 f

En annan typ av röstbestämmelser gäller vid val av styrelsen i bolaget. Styrelsen väljs med relativ majoritet, d v s den som fått flest röster blir vald. Det går inte att i bolagsordningen att skärpa detta krav eftersom då riskeras att ingen blir vald. Däremot kan beslutas att visst aktieslag utser viss ledamot och att denne endast kan avsättas av detta aktieslag, s k class voting.

Därutöver kan föreskrivas att annan än aktieägare kan utse styrelseledamöter. I publika bolag kan dessa utomstående endast utse mindre än hälften av styrelseledamöterna, ABL 8 kap 6 §. Det är vanligt att minoriteten härigenom ges rätt att utse en ledamot, s k minoritetsrepresentant. Enligt Kedner och Roos kan inte VD utses att välja styrelseledamöter eftersom detta torde strida mot ansvarsfördelningen mellan bolagsorganen.⁸⁴ Av lag följer att inte heller styrelsen eller en styrelseledamot kan utse styrelseledamöter, ABL 8 kap 6 §. Ett försvar som består av en kombination av class voting och att utomstående utser ledamöter utgör ett väldigt starkt försvar.

Ett sätt att fördröja köparens möjlighet att utse styrelsen är s k staggered board. Detta innebär att styrelsen väljs successivt. Enligt lag kan mandattiden för en ledamot högst uppgå till fyra år, ABL 8 kap 10 §. Genom staggered board får kontrollerar inte den fientlige köparen styrelsen förrän samtliga ledamöters mandatperioder gått ut. Givetvis kan köparen avsätta styrelsen och detta krävs enligt lag hälften av rösterna på stämman. Därför är det lämpligt att även införa en bestämmelse om att det krävs större röstkrav för att avsätta sittande styrelse. Enligt lag krävs det endast enkel majoritet, ABL 8 kap 11 §. Aktiebolagskommittén föreslog dock att sådana bestämmelser inte skulle vara möjliga i publika bolag.⁸⁵ De ansåg att vid ett ägarskifte är det naturligt att styrelsen får gå direkt om den nye ägaren så vill. Kommitténs åsikter har inte ännu påverkat lagstiftningen. Styrelseledamöter som utsetts av annan än bolagsstämman, eller genom s k class voting, avsätts av desamma.

Kumulativ röstning innebär att en minoritetsägare får utse det antal styrelseledamöter som svara mot ägarens röstandel på stämman. Består styrelsen av sex personer och minoritetsägaren har en tredjedel av rösterna på stämman får han utse en tredjedel av styrelsen, d v s två ledamöter. Minoriteten kan samla sina krafter för att rösta fram sin kandidat. Detta kan innebära ett försvårande för en fientlig köpare att få helt kontroll över styrelsen, men det kan också innebära att denne får inflytande i styrelsen trots minoritetsställning på bolagsstämman.

⁸⁴ A a s 233 f

⁸⁵ SOU 1995:44, s 197

I bolagsordningen kan stadgas att visst beslut på stämman måste fattas av två stämmor i rad. Detta är inte möjligt att införa ifråga om entledigande av styrelseledamot. Däremot är det möjligt införa en sådan bestämmelse för ändring av bolagsordningen. Eftersom det redan från början är höga majoritetskrav för att ändra bolagsordningen medför en sådan bestämmelse att bolagsordningen blir väldigt svår att ändra. Dessutom är det ju möjligt att skärpa majoritetskravet för att ändra bolagsordningen ännu mer.

6.3 Övriga bestämmelser i bolagsordningen

Enligt NBK/oe gäller att vid ett offentligt bud får styrelsen i målbolaget inte vidta någon åtgärd som äventyrar budet. För att styrelsen skall få agera krävs att bolagsstämman fattar beslut om det. I bolagsordningen kan införas bestämmelser att styrelsen alltid har rätt att vid ett offentligt bud vidta försvarsåtgärder som faller inom deras kompetens.⁸⁶

I bolagsordningen kan införas bestämmelse om att bolaget skall likvideras vid viss händelse eller tidpunkt. De händelser som skall utlösa likvidationen måste vara tydligt definierade, exempelvis ett offentligt bud, eller endast då det offentliga budet är för lågt. I det sistnämnda fallet måste noga bestämmas när ett bud är för lågt, lämpligt relateras budet till bolagets börsvärde eller egna kapital. Genom denna klausul tvingas en fientlig köpare lägga bud över en viss nivå, eller att överhuvudtaget inte lägga något bud.

I bolagsordningen kan föreskrivas att vid kontantemission skall visst aktieslag ha rätt att teckna aktier i detta aktieslag och att övriga aktieägare endast skall ha sekundär företrädesrätt, d v s få teckna överblivna aktier innan de erbjuds andra än aktieägarna. Eftersom det inte finns något krav att nyemissionen skall avse alla aktieslag kan ett aktieslag stärka sin position i bolaget. Men det torde vara otillbörlig, enligt generalklausulen i ABL 9 kap 37 §, att i stor utsträckning bara emittera aktier av visst slag, så att övriga aktieslag får allt mindre röst- och kapitalandel i företaget.

⁸⁶ En tänkbar åtgärd där styrelsen har kompetens, som nämnts i kap 3.3.6, är att sälja ut viktiga tillgångar, s k crown jewel.

7 Analys av minoritetsskyddet vid shark repellents

Majoriteten i ett bolag fattar, som ovan nämnts, de flesta beslut på stämman. T ex väljer en majoritet med 50 procent av rösterna på stämman styrelsen, som i sin tur utser en ”lojal” verkställande direktören.⁸⁷ Att aktiebolaget styrs av majoriteten möjliggör att ett bolag kan styras effektivt och att företaget får en stabil kontroll. Men det skapar även en grund för en intressekonflikt mellan majoriteten och minoriteten, som ligger i att majoriteten kan missbruka sin ställning och fatta beslut som gynnar dem själva men som missgynnar bolaget och därmed övriga aktieägare.⁸⁸ En viktig del av aktiebolagslagen är därför att ge minoriteten skydd emot majoritetens makt och därigenom skapa ett sunt investerarklimat där även små aktörer vågar satsa pengar i ett aktiebolag. Ett för starkt minoritetsskydd kan dock få den effekten att minoriteten obstruerar och lamslår verksamheten i bolaget, exempelvis går emot beslut som skulle varit positiva för bolaget men som av någon anledning ej är det för minoriteten.⁸⁹ Eftersom det är möjligt att stärka minoritetsskyddet i bolagsordningen är det av vikt för bolaget, då det inför shark repellents, att ta hänsyn till de problem lagstiftaren noterat vid införandet av det lagliga skyddet.

Om en bestämmelse i bolagsordningen inte uttryckligen förbjuds av ABL uppkommer frågan om begränsningens materiella innehåll kan anses skäligt. Dess innehåll måste således överensstämma med minoritetsskyddet, exempelvis likhetsprincipen, som finns i exempelvis ABL. Det anses i doktrin vara svårt att bedöma huruvida en bestämmelse strider mot aktiebolagslagen eller dess grunder.⁹⁰ Praxis på området är begränsad, detta torde till stor del bero på att PRV granskar bolagsordningen vid registreringen. Den praxis PRV utarbetat är inte kartlagd. I det följande skall jag utreda i vilken mån minoritetsskyddet begränsar bolagets möjligheter till försvarsåtgärder i bolagsordningen.

Med minoritetsskydd avses allt som reglerar och begränsar majoritetens och bolagsstämmans maktutövning i ett aktiebolag. Minoriteten skall inte ses som en bestämd grupp utan de aktieägare ett bestämt beslut går emot. I majoriteten däremot ingår alltid kontrollaktieägaren. I aktiebolagslagen ingår en mängd regler som kan ses som minoritetsskyddsregler. Några är uttalade minoritetsskyddregler medan

⁸⁷ Som ovan nämnts kan kontroll av ett bolag ofta erhållas utan att investera mest kapital i bolaget. Kontrollen i de flesta svenska börsbolag bygger på röstdifferentiering, samt att minoriteten är splittrad eller inte närvarar på stämman.

⁸⁸ Ett extremfall är Trustor, där huvudägaren tömde bolagets kassa.

⁸⁹ Minoriteten kan t ex vara storägare i en konkurrent till bolaget, och som därigenom gynnas av att bolaget lamslås.

⁹⁰ Kedner G. m fl, Aktiebolagslagen del I, s 45

andra endast har vissa aspekter av minoritetsskydd i sig. Främst ligger skyddet i att majoriteten är förhindrad av att fatta vissa beslut, s k *negativa rättigheter*. De negativa rättigheterna består i att majoriteten måste fatta beslut i enlighet med lag och bolagsordning, framförallt behandla alla aktieägare lika. Minoritetsskyddet består även i en rätt att bli informerad om vad som händer i bolaget, aktiens förvaltningsrätt och rätten att sälja aktien, s k *positiva rättigheter*. Vidare kan en minoritet av viss storlek, oftast 10%, i vissa fall ha möjligheter att fatta vissa beslut på stämman och hindra majoriteten att fatta andra.

7.1 Negativa rättigheter

7.1.1 Majoriteten skall följa bolagsordningen

Stämmans beslut måste överensstämma med lag, bolagsordning och goda seder. Ett bolagsstämmobeslut är dock bara i uppenbara fall ogiltiga för att det strider mot goda seder.⁹¹

En begränsning av stämmans beslutanderätt är att beslutet skall vara i enlighet med verksamhetsföremålet och bolagets syfte i bolagsordningen. Ett bolags syfte är oftast att gå med vinst. Beslut som går emot detta är ogiltiga. Tolkningen av vad som innefattas av verksamhetsföremålet och syftet måste vara flexibelt. Dels för att samhällsutvecklingen⁹² kan göra att stadgandet inte är lika ändamålsenligt längre, dels måste mindre avvikelser kunna tillåtas. Således är inte varje beslut som kan medföra förlust eller gå emot bolagets verksamhetsföremål ogiltigt utan endast om beslutet uppenbarligen strider mot bolagets verksamhetsföremål eller syfte. Ofta är det svårt att se vilka effekter ett specifikt beslut får, och ett bolags ekonomiska resultat beror ju på en rad faktorer som i många fall ligger utanför bolaget.

Det faktum att shark repellents i många fall påverkar börskursen negativt, som ovan nämnts, är inte något som går emot bolagets syfte. Värderingen av bolagets aktier på börsen påverkar ju inte bolagets vinst. Däremot om ett försvar syftar till att behålla en uppenbarligen förlustbringande rörelse blir försvaret indirekt ogiltigt. Ett bolag får t ex inte av hänsyn till de anställda åsidosätta bolagets syfte – att gå med vinst. Utan en förlustbringande rörelse skall läggas ned om det är tydligt att den aldrig kommer att gå med vinst. Och om någon vill förvärva denna rörelse skall inte ett bolag kunna försvara sig emot detta.

⁹¹ Johansson, Bolagsstämma, s 96

⁹² Se NJA 1987 s 394

7.1.1.1 Avtalsaspekter av bolagsordningen

Bolagsordningen kan ses som ett avtal mellan aktieägarna. Det kan hävdas att den som köper aktier i ett bolag även godkänner innehållet i bolagsordningen, och eftersom bolagsordningar är offentliga kan köparen inte heller åberopa god tro. I Danmark har högsta domstolen i UfR 1985 s 183 ogillat en talan från en aktieägare som köpte aktier i ett bolag med vetskap om dess restriktiva utdelningspolitik. Talan gällde s k utsvältning, och ogillades på den grunden att köparen hade vetskap om förhållandet. Avgörandet har kritiserats såtillvida att vetskap inte kan jämföras med samtycke.⁹³ I Sverige är aktiebolagslagen inte dispositiv på alla punkter, och minoritetsskyddet är en sådan punkt. Så det torde vara möjligt trots vetskap kunna klandra innehållet i en bolagsordning, men ur ren avtalsrättslig synvinkel påverkar insikten i bolagets förhållanden bedömningen. Och i det fallet bolagets förhållanden ändras genom ett stämmobeslut och påverkar befintliga aktieägare negativt torde det vara lättare att klandra än om förhållandena varit oförändrade för aktieägarna. Eftersom i det första fallet hade inte aktieägarna någon vetskap om bolagets ändrade förhållanden.

I 1975 år aktiebolagsutredning uttalades att 36 § AvtL kan tillämpas på bolagsordningen. Dock ansåg utredningen att minoritetsskyddet var i de flesta fall tillräckligt starkt i aktiebolagslagen. Främst skulle 36 § AvtL kunna jämka en bolagsordning som framstår oskälig p g a ändrade förhållanden. Vid en analys enligt avtalslagen bedöms bolagsordningen utifrån den som helhet, och övriga klausuler kan väga upp en mindre bra klausul. Eventuella aktieägaravtal kan också väga in eftersom dessa kan stärka eller försvaga en aktieägars ställning och en svagare part är skyddsvärd enligt 36 § AvtL.

7.1.2 Likhetsprincipen och generalklausulerna

Likhetsprincipen är en gammal associationsrättslig princip till skydd för minoriteten. Innebörden av likhetsprincipen är att alla aktier skall behandlas lika av bolagsorganen - bolagsstämma, styrelse, och VD. D v s principen gäller internt och ålägger därför inga skyldigheter för tredje man och inte heller några rättigheter.⁹⁴ Utöver likhetsprincipen anses även bolagsorganen vara skyldiga att handla lojalt mot minoriteten.⁹⁵ Denna överlappar i stora delar likhetsprincipen men den torde också innebära en allmän plikt att ta tillvara minoritetens intressen framför majoritetens.

⁹³ Johansson S., Bolagsstämma, s 130 f

⁹⁴ Märk dock NJA 1985 s 343, det s k Företagsfinans-målet, där HD i sin argumentering tycks anse att likhetsprincipen har ett vidare tillämpningsområde.

⁹⁵ Prop 1973:93 s 84

En mängd stadganden i aktiebolagslagen kan ses som utflöden av likhetsprincipen. Det tydligaste finns i 3 kap 1 § ABL som stadgar att alla aktier har lika rätt i bolaget, såvida inte undantag kan göras enligt andra stycket. Utöver denna paragraf kan generalklausulerna i ABL 8 kap 34 § och 9 kap 37 § ses som ett utflöde av principen. Enligt dessa får ingen aktieägare eller någon annan otillbörligt gynnas på bekostnad av bolaget eller annan aktieägare. Dessa två paragrafer kan även tillämpas på förhållanden utanför aktieägarkretsen.

Likhetsprincipen i 3 kap 1 § ABL innebär att alla aktier skall ha lika rätt i bolaget. Av detta följer inte att alla aktieägare skall behandlas lika. Tex vid utdelning skall inte alla aktieägare få lika stor utdelning men väl alla aktier.⁹⁶ I många andra fall är dock aktieägarnas och aktiernas rättigheter så nära sammanlänkade att en distinktion inte är nödvändig att dra dem emellan.

ABL 3 kap 1 § ger bolagsstämman möjlighet att införa vissa bestämmelser i bolagsordningen som innebär avsteg från likhetsprincipen. Aktieslag kan skapas som ger olika rätt till bolagets tillgångar eller vinst, olika företrädesrätt vid ökning av aktiekapitalet, eller olika rösträtt. Av paragrafen följer också att inga andra skillnader än de i paragrafen uppräknade är tillåtna. Har ett tillåtet avsteg gjorts från likhetsprincipen i vissa frågor gäller ändå denna såtillvida att behandlingen av aktieägarna skall ske utifrån de i bolagsordningen angivna förhållanden. Skall dessa förhållanden ändras krävs särskilda pluralitetsregler, ABL 9 kap 31 §.

I doktrin diskuteras om likhetsprincipen är lagfäst eller endast är en allmän rättsprincip. Rodhe anser att likhetsprincipen är en allmän associationsrättslig rättsprincip, och att generalklausulerna skall ses som ett komplement i fall likhetsprincipen inte ger ett tillräckligt skydd för minoriteten.⁹⁷ Generalklausulerna ger alltså skydd då ett beslut formellt är i enlighet med likhetsprincipen, men ändå är att anse som otillbörligt. Även Nial och Johansson anser att likhetsprincipen ej ger skydd då ett beslut formellt behandlar aktieägarna lika, men i realiteten innebär en olik behandling av aktieägarna.⁹⁸ Bergström anser att generalklausulerna konsumerar likhetsprincipen på så sätt att konkreta lagregler gäller före allmänna rättsprinciper.⁹⁹ Det måste dock anses vara en skillnad emellan att alla skall behandlas lika och att ingen skall behandlas otillbörligt. I och för sig kan en olik behandling vara otillbörlig, men den behöver inte alltid vara det. Jag anser att de båda principerna överlappar varandra i många fall men berör delvis olika områden.

⁹⁶ Dvs om inte annat bestämts i bolagsordningen

⁹⁷ Rodhe, Aktiebolagsrätt, s 242 f

⁹⁸ Nial H. m fl, Svensk associationsrätt, s 154

⁹⁹ Bergström C. m fl, Om kravet på likabehandling av aktieägare, Tidsskrift för rettsvetenskap, nr 1-2, 1994, s 125

Om bolaget gynnar tredje man faller detta utanför likhetsprincipen, men kan omfattas av generalklausulerna. Vidare krävs det för brott mot likhetsprincipen att olik behandling verkligen inträffat medan för att generalklausulerna skall vara tillämpliga endast att beslutet ”kan” innebära otillbörlighet. Generalklausulen skyddar aktieägarna mot otillbörlig behandling, medan likhetsprincipen endast ser till förhållandet mellan aktierna. Och trots att likabehandling mellan aktier sker kan en aktieägare bli otillbörligt behandlad av bolaget.

7.1.2.1 Otillbörlighet

Då en bolagsordning gör ett avsteg ifrån likhetsprincipen bedöms detta utifrån generalklausulen i ABL 9 kap 37 §. Denna hindrar stämman från att besluta om sådant som kan ge otillbörliga fördelar för aktieägare eller annan till nackdel för bolaget eller annan aktieägare. Den beslutande majoriteten på stämman behöver inte vara uppsåtligt illojala, utan stadgandet är objektivt i detta avseende och ser endast till effekten. Den otillbörliga effekten behöver inte ha uppstått utan varje beslut som typiskt sett kan ge denna effekt träffas av paragrafen, detta följer av ordalydelsen ”som kan”. Detta innebär även att beslutet kan klandras redan då stämman fattat beslutet, medan för 3 kap 1 § ABL krävs att en olik behandling faktiskt uppstått. För en fientlig köpare är detta av betydelse eftersom tiden är en viktig faktor för ett övertagande.

Otillbörlighetsrekvisitet i ABL 9 kap 37 § innebär att endast åtgärder av viss dignitet omfattas av paragrafen. Minoriteten måste därför tåla viss olägenhet. T ex vid ekonomiska effekter måste en aktieägars fördel i relation till andra ägares nackdel nå upp till en viss nivå för att anses vara otillbörligt. T ex kan en nyemission endast avse ett aktieslag och därmed minskar övriga aktieslags ägardel i bolaget. Men så länge som teckningskursen är lika med marknadsvärdet anses detta inte vara otillbörligt. Vad gäller utdelningen från bolaget tillåts överhuvudtaget ingen avvikelse inom ett aktieslag.¹⁰⁰ För att sådan avvikelse skall vara möjlig krävs det samtycke från den som drabbas negativt.

En bestämmelse i bolagsordningen är ett permanent undantag ifrån likhetsprincipen och denna klausul gäller under hela bolagets bestånd eller tills den ändras. Och en sådan klausuls ekonomiska effekt måste ju därför bedömas utifrån ett långt tidsperspektiv och därmed blir många klausuler som innebär ekonomisk olikhet i bolagsordning av sådan dignitet att den bedöms som otillbörlig.

Även andra faktorer än ekonomiska påverkar bedömningen om ett beslut är otillbörligt. Enligt den äldre aktiebolagslagen ansågs beslut fattade med kvalificerad

¹⁰⁰ Nial H. m fl, Svensk associationsrätt, s 152

majoritet ej kunna angripas av generalklausulen.¹⁰¹ Numera anses pluralitetsreglerna i många fall innebära ett tillräckligt skydd men att beslutet kan angripas. Dock när beslutet stöds av en stor majoritet bör gränsen för otillbörlighet sättas högre. En klausul i bolagsordningen som i sig stadgar ett högt krav på majoritet för att klausulen skall aktiveras skulle därför lättare kunna accepteras än om endast lägre majoritet krävs eller att klausulen aktiveras automatiskt.

I föreningsrätten har HD i fallet NJA 1977 s 393 uttalat att inga medlemmar får behandlas olika om inte detta är motiverat av sakliga skäl. Fallet gällde en förening som uteslutit en medlem som brutit mot stadgarna. Den olika behandlingen bestod i att andra medlemmar gjort samma sak och inte blivit uteslutna. Detta var inte möjligt att göra enligt HD. Huruvida detta resonemang kan användas i bolagsrätten är oklart. Klart är att om sakliga skäl föreligger är det inte otillbörligt att behandla aktieägarna olika. En närstående fråga till detta är huruvida ett bolags praxis av bestämmelser i bolagsordningen kan påverka tolkningen av bolagsordningen. I en ideell förening tillmätte HD i NJA 1987 s 394 en stor betydelse av föreningens tillämpning av dess stadgar när dessa skulle tolkas.

Vissa hävdar att en likhetsprincip tillämpad helt utan undantag skulle skapa flera problem i aktiebolaget, och i flera fall göra minoriteten en björntjänst. 3 kap 1 § ABL bör alltså inte tolkas ordagrant. Argument har framförts att för att avvärja en allvarlig kris i bolaget är sakligt motiverat skäl till avsteg ifrån likhetsprincipen. Även argument har framförts om att en olika behandling gynnar alla aktieägare men innebär en större fördel för vissa skall anses sakligt motiverat. I propositionen till aktiebolagslagen står det att företagsekonomiskt riktiga och försvarbara beslut och som är i bolagets intresse inte är otillbörliga, även om beslutet skulle strida mot likhetsprincipen.¹⁰² Enligt Rodhe är detta en orimlig ståndpunkt. För det första saknar företagsekonomi normer, och för det andra faller en konflikt emellan aktieägarna utanför begreppet ”i bolagets intresse”.¹⁰³ Aktiebolagskommittén instämmer i Rodhes kritik.¹⁰⁴ Bergström anser däremot att det inte är några problem att definiera vad som är företagsekonomiskt riktigt. Och likhetsprincipen bör vika för vinstmaximeringsprincipen.¹⁰⁵ I praxis har domstolen också tagit hänsyn till företagsekonomiska skäl i bedömningen. I NJA 1967 s 313 hade en bolagsstämma fattat ett beslut i strid mot bolagets verksamhetsmål. Domstolen bedömde att handlandet var företagsekonomiskt riktigt, men ogiltigförklarade beslutet ändå. I

¹⁰¹ SOU 1971:15, s 244

¹⁰² Prop 1973:93 s 137

¹⁰³ Rodhe K., Aktiebolagsrätt, s 242

¹⁰⁴ SOU 1995:44, s 183

¹⁰⁵ Bergström C. m fl, Om kravet på likabehandling av aktieägare, Tidsskrift for rettsvitenskap, nr 1-2, 1994, s 139

Skrinet ansågs några transaktioner inte strida mot likhetsprincipen då dessa var företagsekonomiskt riktiga. Transaktionerna avsåg försäljning av aktier i ett dotterbolag till Skrinets VD som även var aktieägare i Skrinet.¹⁰⁶

De flesta aktiebolags syfte är att maximera sin vinst. Ägarna som satsat sina pengar har gjort det för att få så hög avkastning som möjligt. Beslut som tas i ett aktiebolag i enlighet med syftet borde i de flesta fall inte anses som otillbörliga. Bolagsstämmans beslut skall utvärderas med avseende på det resultat beslutet får på företagets vinst, och som framräknas enligt gällande redovisningsnormer. I det enskilda fallet kan det dock vara svårt att se hur resultatet påverkats av ett beslut, och ett beslut som först påverkar resultatet positivt kan efter en tid vändas till en negativ påverkan. Skulle samma ekonomiska resultat kunna uppnås utan att likhetsprincipen åsidosätts måste beslutet där principen åsidosätts anses vara otillbörligt. Oftast krävs att en viss tid gått innan ett beslut kan utvärderas ur företagsekonomisk synvinkel. Men som generalklausulen är utformad så att beslutet kan angripas redan när det fattats. Jag anser att uppenbart företagsekonomiska positiva beslut bör kunna tas fastän de innebär ett avsteg ifrån likhetsprincipen, men att detta alltid måste avvägas emot den nackdel det innebär, eller kan innebära för minoriteten. Och i de flesta fall kan inte den ekonomiska effekten fastställas och då bör likhetsprincipen väga tyngre.

Är ett fientligt uppköp en ekonomisk kris och som kan avvärjas genom shark repellents? Genomgången ovan av möjliga klausuler i bolagsordningen visar att det är ägarnas förhandlingspositioner som främst påverkas av klausulerna, den fientlige köparens position försvagas och andras stärks. Således är det i de flesta fall ingen ekonomisk kris för bolaget som avvärjs genom försvarsåtgärderna. Och därmed är inte åtgärden i bolagets intresse, d v s samtliga aktieägares intresse. Men situationen skulle kunna uppstå där ett försvar genom bolagsordningen faktiskt hjälper bolaget ur en ekonomisk kris, exempelvis att bolaget undgår att bli nedlagt, och då kan försvaret bryta mot likhetsprincipen och ändå vara tillåten eftersom det inte är otillbörligt. Men även om det under vissa omständigheter är tillåtet finns ju bestämmelsen kvar även efter krisen är avvärjd och kan då vara ogiltig. Eftersom det räcker att klausulen ”kan” vara otillbörlig är det lämpligare att på bolagsstämman fatta ett beslut som endast rör en specifik åtgärd för att komma tillrätta med den ekonomiska krisen än att införa något i bolagsordningen.

¹⁰⁶ Wennberg I., Det hände i skrinet, Balans nr 5, 1987, s 8 f

7.2 Positiva rättigheter

7.2.1 Förvaltningsrätt

Positiva rättigheter ger således samtliga aktieägarna rätt till viss handling. Dels kan handlingen avse bolaget, dels aktieägaren själv. För aktieägaren innebär aktiens förvaltningsrätt att denne eller ombud får en rad rättigheter som kretsar kring bolagsstämman. Varje aktieägare har rätt att kräva att ordinarie bolagsstämma hålls, rätt att kräva kallelse till bolagsstämma, rätt deltaga på bolagsstämma, rätt ställa frågor på stämman, rätt att begära omröstning på stämman. Dessa rättigheter som tillkommer alla aktieägare uttryckligt genom lag kan inte genom bolagsordning förnekas någon aktieägare eller aktieslag. Dock kan formaliteterna kring reglerna utformas på ett sådant sätt att utövandet försvåras. T ex kan föreskrivas, enligt 9 kap 2 § ABL, att deltagande på stämma endast får ske om aktieägaren anmält sig i förväg. Senaste anmälningsdag får inte vara tidigare än fem dagar innan bolagsstämman. För stora bolag på börsen är detta en klausul som förenklar det praktiska arbetet med att anordna bolagsstämman, men innebär en viss begränsning i aktieägarnas förvaltningsrätt.

7.2.2 Aktiers fria omsättningsbarhet

En grundläggande princip inom svensk aktiebolagsrätt är att aktie skall vara fritt överlåtbar.¹⁰⁷ I ABL stadgas detta i 3 kap 2 §. Med denna princip avses att både försäljning och förvärv skall kunna ske utan begränsningar. Principen har till funktion att dels skydda minoriteten, dels att stimulera kapitalförsörjningen i samhället, och dels kompensera ägarna för att de inte kan träda ur bolaget. En aktieägare som vill lämna bolaget har ju inte möjlighet att, som i andra associationer, begära utträde och få tillbaka sitt satsade kapital om inte bolaget likvideras. Därför måste en aktieägare när han vill ha möjlighet att avyttra sina aktier, genom försäljning byte, gåva eller arv. Av aktiernas fria överlåtbarhet följer även att ingen aktieägare skall tvingas att sälja sina aktier. Dessutom krävs att vem som helst skall fritt kunna förvärva aktier. Därför är det, som ovan nämnts, tveksamt om budplikt i bolagsordningen är förenligt med svensk bolagsrätt. De börsbolag som har en sådan i sin bolagsordning riskerar dessutom att bryta mot FFFS 1995:43 1 § som stadgar att noterade aktier skall vara fritt överlåtbara.

¹⁰⁷ Prop 1975:103 s 299

7.3 Övriga rättigheter

Pluralitetsreglerna är som nämnts ovan ett minoritetsskydd. Det går inte att försämbra dessa regler för minoriteten, d v s godkänna en mindre majoritet för dessa beslut. Däremot går det att kräva större majoriteter vid beslut.¹⁰⁸ Hur långt dessa krav kan gå är osäkert. Bestämmelser i bolagsordningen att samtliga, eller vissa beslut skall tas enhälligt skulle kunna vara oskäligt och strida mot aktiebolagslagens grunder. Bolaget skulle riskera att bli fullständigt lamslaget, särskilt ett börsbolag. Förutom att det borde ligga i bolagets intresse att så inte sker ligger det även i allmänhetens.

Minoriteten har rätt att fatta vissa beslut i aktiebolaget just i egenskap av minoritet. Detta kan vara en fördel för en fientlig köpare, och innebär en begränsning för vad målbolaget kan införa i sin bolagsordning. För en fientlig köpare torde den viktigaste regeln vara rätten att påkalla extra bolagsstämma, ABL 9 kap 8 §, och på denna ta kontrollen över bolaget. För detta krävs att minoriteten uppgår till en tiondel av samtliga aktier i bolaget.

En annan relevant regel vid ett försvar är att minoriteten har rätt att kräva viss utdelning, detta för att den fientlige köparen skall undvika att bli utsvält. Enligt ABL 12 kap 3 § skall bolaget, efter yrkande av tio procent av samtliga aktier i bolaget, vara tvunget att dela ut halva nettovinsten efter bokslutsdispositioner. Detta kan dock kringås av bolaget genom att i bolagsordningen föreskriva att stora bokslutsdispositioner skall göras.

Därutöver har en minoritet som vägrat ansvarsfrihet rätt väcka talan emot styrelseledamöter och VD. Om detta inte skulle vara tillåtet skulle ju dessa personer utan att ha formell kompetens kunna försvara bolaget på ett i sig otillåtet sätt men detta skulle vara riskfritt eftersom den fientlige köparen inte skulle kunna väcka talan emot dem.

¹⁰⁸ A a s 254

8 Avslutning

Shark repellents berör en rad olika bolagsrättsliga problem, men även rent ekonomiska problem. Eftersom förekomsten av dem antagligen kommer att öka i framtiden är det viktigt att tänkbara klausuler redogörs för och analyseras. I Sverige finns nästan inget juridiskt arbete gjort utifrån detta perspektiv. Mitt arbete i den beskrivande delen har varit att utifrån övergripande verk dra egna slutsatser vad som är möjligt att införa i en bolagsordning. Som nämnts flera gånger saknas nästan helt praxis, vilket gjort uppgiften svårare. Jag har pekat på vad som är osäkert rättsläge, och därefter försökt analysera utifrån minoritetsskyddet. Arbetet har inte inneburit några revolutionerande slutsatser, utan det måste än en gång fastställas att huruvida en bestämmelse i bolagsordningen är tillåten måste avgöras från fall till fall.

Andra intressanta aspekter att analysera är i vilken utsträckning i bolagsordningen kan ändra kompetensen mellan bolagsorganen. Exempelvis bemyndiga styrelsen mer makt att vidta försvarsåtgärder. Intressant är även att analysera ur andra intressenters än aktieägares perspektiv, och då utreda hur mycket bolaget får ändra sig under dess bestånd. Exempelvis om bolagets syfte ändras från att ha varit att gå med vinst till något allmännyttigt ändamål, och vad en långivare kan göra åt detta.

Den framtida utvecklingen kommer att innebära att fler börjar använda bolagsordningen som ett instrument för att påverka bolagets utveckling. I och med den ökade användningen kommer antagligen fler bolagsordningar prövas av domstol och därigenom klargörs rättsläget alltmer. Harmoniseringen inom EU kan innebära att vissa idag otillåtna bestämmelser tillåts, men grunden för vad som får införas kommer antagligen vara den samma.

Nackdelen med denna typ av försvar är att det i många fall ”slår blind”. D v s såväl fientlig som vänlig företagsförvärvare drabbas av försvaret även om målbolaget skulle önska att det inte drabbade den vänlige. Härigenom kan bolaget missa viktiga strukturaffärer. I många branscher idag blir dessa affärer allt fler och i många fall krävs att de sker snabbt för att bli framgångsrika. Det kan därför i många fall vara direkt olämpligt att införa ett shark repellent försvar. När det införs bör det göras med stor försiktighet och det krävs att bolagets situation noga analyserats. För att när försvaret genomförts kommer det att vara svårt att ta bort eller ändra på.

9 Källförteckning

9.1 Offentligt tryck

Prop 1973:93

Prop 1975/76:81

Prop 1975:103

Prop 1997/98:99

SOU 1971:15, Förslag till aktiebolagslagen

SOU 1986:23 Aktiers röstvärde

SOU 1989:72, Värdepappersmarknaden i framtiden

SOU 1990:1, Företagsförvärv i svenskt näringsliv

SOU 1995:44, Aktiebolagets organisation

SOU 1997:22, Aktiebolagets kapital

9.2 Rättsfall

NJA 1967 s 313

NJA 1977 s 393

NJA 1985 s 343

NJA 1987 s 394

UfR 1985 s 183

9.3 Andra uttalanden av offentliga organ

AMN 1992:6

AMN 1998:1

FFFS 1995:43

NBK/oe 1999

9.4 Litteraturförteckning

Afrell L. M fl, Lärobok i kapitalmarknadsrätt, Norstedts Juridik AB, 1998

Alhanko P., Minoritetsskydd vid uppköp av aktiebolag, Rättsvetenskapliga Institutionens Skriftserie, 1987

Andersen P.K., Selskabers organisation – nye tendenser i skandinavisk selskabsret (2), Jurist- og økonomiforbundets forlag, 1997

Bergström C. m fl, Aktiebolagets grundproblem, Nerenius & Santerius Förlag AB, 1997

Bergström C. m fl. Marknaden för företagskontroll, SNS Förlag, 1992

Birke, G., Bolagsordning i aktiebolag, Förlags AB Industrilitteratur, 1995

Christensen J.S., Contested takeovers in danish law, G.E.C Gads forlag, 1991

Clausen N.J., Takeover bids, Djöfs publishing, 1998

Cooke T., Mergers and acquisitions, Basil Blackwell, 1989

Davies P.L., Gower's principles of modern company law, Sweet & Maxwell, 1997

Dorresteyn A., European corporate law, Norstedts Juridik AB, 1995

Dotevall R., Skadeståndsansvar för styrelseledamot och verkställandedirektör, Norstedts Juridik AB, 1989

Ferrara R., Takeovers – attack and survival, Butterworth & Co, 1987

Festskrift till Sveriges advokatsamfund 1887 – 1987, Norstedts AB, 1987

Fällman A., Motåtgärder vid företagsförvärv, Allmänna förlaget, 1990

Gometz, U. M fl, Vägvisare till börsen, Ernst & Young skriftserie nr 34, 1996

- Guldborg J., Takeovers Börsnoterade selskabers muligheter for at gennemføre/forhindre en fjendtlig overtagelse, FSRs Forlag, 1990
- Hemström C., Bolagens rättsliga ställning, Norstedts Juridik AB, 1998
- Hopt K.J, Wymeersch E., European Takeovers, Butterworth & Co, 1992
- Högholm K., Essays in the market for corporate control, Skrifter utgivna vid svenska handelshögskolan, 1994
- Johansson S., Bolagsstämma, Juristförlaget, 1990
- Johansson S., Minoritetsrätt på bolagsstämma, Juristförlaget, 1990
- Kedner G. m fl, Aktiebolagslagen del I och II, Norstedts Juridik AB, 1995
- Kozyris P.J., Corporate takeovers through the public markets, Kluwer law international, 1996
- Maeijer J.M.M., Defensive measures against hostile takeovers in the common market, Kluwer academic publishers, 1990
- Nial H., Johansson S., Svensk associationsrätt i huvuddrag, Norstedts Juridik AB, 1995
- Nobes C., Parker R., Comparative international Accounting, Prentice Hall International, 1995
- Rodhe K., Aktiebolagsrätt, Norstedts Juridik AB, 1999
- Roos C.M., Avtal och rösträtt, Almqvist & Wiksell, 1969
- Rydqvist K., Förvävsstrategier på den svenska marknaden för företagskontroll, Rapportserie NR 3, 1992
- Sandström J., Hembud och lösningsrätt vid övergång av aktie, P A Norstedts & Söners Förlag, 1976
- Smith L., Kampen på aksjemarkedet, Universitetsförlaget AS, 1988

Svensson B., Aktiebolagslagen, Tholin & Larsson, 1999

Öster A., Styrelsens ansvar vid fientliga företagsförvärv, Juristförlaget, 1992

9.5 Tidsskrifter

Agrawal A., Shark repellents and the role of institutional investors in corporate governance, Managerial and decision economics, nr 13, 1992, s 15-22

Bergström C. m fl, Minoritetsskyddet i börsbolag: tvingande ellet dispositivt?, Ekonomisk debatt, nr 2, 1993, s 133-145

Bergström C. m fl, Om kravet på likabehandling av aktieägare, Tidsskrift for rettsvitenskap, nr 1-2. 1994, s 117-165

Comment R. m fl, Poison or placebo? Evidence on the deterrence and wealth effects of modern antitakeover measure, Journal of financial economics, nr 3, 1995, s 2-43

Harris E.G., Antitakeover measures, golden parachutes, and target firm shareholder welfare, RAND journal of economics, nr 4, 1990, s 614-625

Jonsson T., Försvarsmetoder mot fientliga företagsförvärv, Juridisk Tidskrift, nr 4, 1996/97, s 887- 913

Meade N.L. m fl, The use of "shark repellents" to prevent corporate takeovers: An ethical perspective, Journal of business ethics, nr 12, 1993, s 83-92

Pettersson T., Koncernlån och tvångsinlösen av aktier i dotterbolag ur EG-perspektiv, Balans, nr 4, 1995, s 31-33

Samuelsson P., Om rättsekonominns uppkomst och inverkan på den aktiebolagsrättsliga forskningen, SvJT, 1997, s 528 – 552

Skog R., Erbjudandeplikt, Juridisk tidskrift, nr 1, 1993/94

Skog R., Bolagsstämma 1999 – vad innebär de nya reglerna, Balans, nr 1, 1999, s 18-21

Urwitz G., Är budplikt verkligen lagligt?, Dagens Industri, 24 juni 1993, s 3

Wennberg I., Det hände i Skrinet, Balans, nr 5, 1987, s 8 – 9